



# L'investissement socialement responsable entre l'offre et la demande : analyse et enjeux de la construction sociale d'une épargne politique

Stéphanie Giamporcaro

## ► To cite this version:

Stéphanie Giamporcaro. L'investissement socialement responsable entre l'offre et la demande : analyse et enjeux de la construction sociale d'une épargne politique. Economies et finances. Université René Descartes - Paris V, 2006. Français. NNT: . tel-00357511

**HAL Id: tel-00357511**

**<https://theses.hal.science/tel-00357511>**

Submitted on 30 Jan 2009

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

*Université René Descartes Paris V*  
Faculté des Sciences Humaines et Sociales  
Sorbonne  
*Département de Sciences Sociales*  
*Laboratoire CERLIS*

*L'investissement socialement responsable  
entre l'offre et la demande :  
Analyse et enjeux de la construction sociale d'une épargne  
politique*

*Thèse de doctorat de Sociologie*  
*Contrat CIFRE*  
*Présentée le 3 juillet 2006*  
*par Stéphanie Giamporcaro-Saunière*

*Sous la direction de Monsieur Dominique DESJEUX*

Jury

Franck COCHOY, *rapporteur*, professeur de sociologie Toulouse 2.

Dominique DESJEUX, *directeur*, professeur d'Anthropologie sociale et culturelle, Sorbonne Paris 5.

Sophie DUBUISSON-QUELLIER, chargée de recherche au CSO.

Jacques IGALENS, *rapporteur*, professeur en Sciences de gestion, IAE Toulouse.

Jean-Pierre SICARD, président directeur général de Novethic.





## REMERCIEMENTS

---

Une page se tourne aujourd'hui pour moi. Après quatre ans, j'arrive à la fin de ce défi qui était de mener à bien ce travail de thèse. Si j'ai pu atteindre cet objectif, c'est aussi et surtout grâce aux personnes qui m'ont accompagnée et suivie le long de ce passionnant mais parfois difficile voyage. Voici donc venu l'exercice toujours sympathique mais un peu périlleux des remerciements car il faut tenter de n'oublier personne.

En premier lieu je voudrais dire toute ma reconnaissance et mon amitié à Monsieur Dominique Desjeux qui, depuis mon arrivée à Paris, a suivi mon travail avec intérêt en me donnant de précieux conseils et en me laissant libre de suivre un chemin peu exploré encore en sociologie de la consommation. Un grand merci aussi à Monsieur Franck Cochoy dont les travaux et les remarques stimulantes ont toujours été une grande source d'inspiration et de réflexion pour ma propre investigation sociologique. Je tiens aussi à souligner l'importance des échanges que j'ai pu avoir avec Jean-Pascal Gond. J'ai aussi une pensée toute particulière pour Judith Ferrando Y Puig avec laquelle il a toujours été un plaisir de travailler et plus particulièrement sur la rédaction de l'ouvrage *Pour une autre consommation*. Judith a constitué à tous les moments dans ce travail de thèse un véritable soutien intellectuel et moral. Je souhaite aussi souligner l'importance, dans la construction de ma réflexion sociologique, de la fréquentation du séminaire des *Social Studies of Finance* dont le dynamisme et la curiosité intellectuelle de ses membres ont été réellement bénéfiques à l'avancée de mes propres travaux.

Je souhaite me tourner ici vers Novethic car cette entreprise et ses membres m'ont accompagnée pendant ces années. Je tiens à remercier plus particulièrement Jean-Pierre Sicard, le président directeur général de Novethic qui a fait le pari d'accepter ma proposition de faire une thèse de sociologie en contrat CIFRE dans une structure qui venait de naître et aux effectifs encore réduits, sur ce mouvement émergent de l'investissement socialement responsable. Merci Jean-Pierre de ton ouverture d'esprit ainsi qu'à tous les membres présents, passés et futurs de Novethic pour votre enthousiasme. Par ailleurs, je voudrais adresser plus particulièrement mes remerciements à Emilie Alberola dont les conseils et le travail de relecture m'ont permis d'avancer de manière très efficace. Merci aussi à Aurélien, Valérie et Marie qui ont aussi participé généreusement à ce travail de correction.

En ce qui concerne le travail de terrain, mes remerciements vont plus particulièrement à Jeanne, Louis, Paul et Sabine mais je tiens aussi à remercier l'ensemble des personnes que j'ai pu croisé pendant ce travail d'enquête où l'observation participante a joué un rôle clef.

Finalement je voudrais aussi remercier ma famille, mes amis et Aurélien qui savent tout ce que je leur dois... A toutes ces personnes et à celles que j'oublie merci !

TABLE

---

|                                                                                                                                                                                    |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| REMERCIEMENTS.....                                                                                                                                                                 | 4   |
| TABLE .....                                                                                                                                                                        | 5   |
| INTRODUCTION :.....                                                                                                                                                                | 10  |
| <i>Chapitre I : Circonscrire le mouvement de l'investissement socialement responsable par la déconstruction des terminologies et des initiatives de calcul et de qualcul .....</i> | 22  |
| I) Un retour sur les signifiants et les signifiés .....                                                                                                                            | 24  |
| 1) Partir des pratiques pour fixer le signifié .....                                                                                                                               | 24  |
| 2) Le choix du signifiant ISR : petite balade culturelle et conceptuelle .....                                                                                                     | 26  |
| II) L'attelage du mouvement de l'ISR aux mouvements de la RSE et du développement durable .....                                                                                    | 33  |
| 1) La responsabilité sociale des entreprises (RSE): Des milieux académiques nord américains aux instances managériales internationales .....                                       | 33  |
| 2) Le développement durable : du monde des pouvoirs publics internationaux à celui des entreprises .....                                                                           | 38  |
| 3) L'ISR : de l'approche morale à l'attelage aux mouvements de la RSE et du développement durable .....                                                                            | 44  |
| III) Quand les agences calculatrices font surgir le marché de l'ISR .....                                                                                                          | 46  |
| 1) Le cas américain : Comment la quantification devient un outil stratégique aux mains d'un entrepreneur institutionnel pour légitimer le champ de l'ISR.....                      | 49  |
| 2) La quantification du marché européen : des tentatives de calcul éclatées portées par des entrepreneurs institutionnels aux moyens limités .....                                 | 80  |
| 3) Le cas français : retour sur l'agence calculatrice mise en place par l'entrepreneur institutionnel Novethic .....                                                               | 96  |
| <i>Chapitre II) Espaces de la Finance .....</i>                                                                                                                                    | 120 |
| I) Les métiers de la Finance .....                                                                                                                                                 | 122 |
| 1) Un bref historique .....                                                                                                                                                        | 122 |
| 2) Les quatre grands pôles de l'industrie financière .....                                                                                                                         | 123 |
| 3) La concentration de l'industrie financière .....                                                                                                                                | 124 |
| II) La chaîne de traitement de l'information financière .....                                                                                                                      | 126 |
| 1) Les entreprises et la profession comptable à la source de la production et de la certification de l'information financière.....                                                 | 127 |
| 2) Analystes financiers et analystes financiers crédit : la création de l'opinion sur les marchés financiers .....                                                                 | 130 |
| 3) Les métiers de la notation financière : Des structures indépendantes des grands métiers de la Finance fonctionnant sur un marché oligopolistique.....                           | 135 |
| III) Le champ de la gestion d'actifs : expansion et structuration.....                                                                                                             | 137 |
| 1) La place des investisseurs institutionnels au sein de la gestion d'actifs contemporaine .....                                                                                   | 137 |
| 2) La gestion d'actifs en France : les mutations d'un métier .....                                                                                                                 | 142 |

|                                                                                                                                                                                              |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>Chapitre III : Enquête de terrain, caractéristiques générales de l'objet d'étude et fil d'investigation sociologique</i> .....                                                            | 155 |
| I) Positionnement du chercheur et caractéristiques de l'enquête de terrain .....                                                                                                             | 155 |
| 1) Les spécificités du positionnement de recherche .....                                                                                                                                     | 155 |
| 2) L'enquête de terrain : questionnaires, recherche documentaire, observation participante et entretiens .....                                                                               | 158 |
| II) Les caractéristiques des vingt-huit sociétés de gestion : groupes d'appartenance, encours et dates d'entrée sur le marché de l'ISR. ....                                                 | 164 |
| 1) Groupes d'appartenance des sociétés de gestion : Une majorité de grandes banques de réseaux .....                                                                                         | 165 |
| 2) Des encours ISR et non ISR avec des parts relatives similaires.....                                                                                                                       | 167 |
| 3) Les dates d'entrée sur le marché : la ruée des années 2000-2002... Mais qu'est ce qui fait courir les sociétés de gestion vers l'ISR ? .....                                              | 169 |
| III) Saisir la construction sociale de l'offre ISR : itinéraire d'exploration sociologique.....                                                                                              | 177 |
| <br><i>Chapitre IV: La construction de dispositifs de jugements extra-financiers sur les entreprises</i> .....                                                                               | 181 |
| I) Le recours aux agences d'analyse et de notation extra-financières.....                                                                                                                    | 183 |
| 1) Présentation et analyse des résultats de l'enquête consolidée .....                                                                                                                       | 183 |
| 2) Les agences d'analyse et de notation extra-financières : caractéristiques générales et spécificités des organismes actifs sur le marché français .....                                    | 191 |
| 3) Les différentes facettes du métier d'analystes ISR en agence : le recours à l'enquête par entretiens .....                                                                                | 212 |
| II) Emergence du métier d'analyste ISR buy side dans les sociétés de gestion.....                                                                                                            | 239 |
| 1) Présentation et analyse des résultats de l'enquête consolidée par questionnaire .....                                                                                                     | 240 |
| 2) Le métier d'analyste ISR buy side: le recours à l'enquête par entretiens .....                                                                                                            | 273 |
| III) Emergence d'une industrie de l'information extra-financière : enjeux et perspectives .....                                                                                              | 317 |
| 1) La chaîne de traitement de l'information financière : un modèle heuristique pour saisir l'évolution future des métiers de l'industrie naissante de l'information extra-financière ? ..... | 319 |
| 2) Des valeurs pour faire de l'argent ou de l'argent pour défendre des valeurs? .....                                                                                                        | 333 |
| 3) De la standardisation comme outil de légitimation et de la difficulté de la normalisation des pratiques et de l'information extra-financière.....                                         | 343 |
| <br><i>Chapitre V : Construction des process de gestion ISR par les sociétés de gestion : la complexe qualification privée des démarches ISR</i> .....                                       | 366 |
| I) La construction des process de gestion ISR : traductions pratiques des orientations financières et extra-financières prises par les sociétés de gestion.....                              | 370 |
| 1) Quand les fonds ISR sont aussi et avant tout des placement financiers.....                                                                                                                | 370 |
| 2) La fusion des approches financières et des approches extra-financières dans les process de gestion ISR : réussite ou échec de la greffe ? .....                                           | 382 |
| II) Performance financière et différenciation extra-financière des process de gestion ISR : croyance, scepticisme et démonstrations scientifiques.....                                       | 411 |



|                                                                                                                                                          |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1) Le diagnostic sur la performance financière des fonds : quand la fragilité des résultats scientifiques freine l'explosion des professions de foi..... | 411 |
| 2) Le diagnostic sur la différenciation extra-financière des fonds : entre exigence de transparence et scepticisme .....                                 | 427 |
| III) Comment surmonter l'incertitude sur le caractère socialement responsable des fonds : l'entrée en jeu des dispositifs de jugement impersonnels ..... | 454 |
| 1) Les grands concepts de l'économie de la qualité à l'aune de la gestion d'actifs .....                                                                 | 454 |
| 2) Historiques et fonctionnements des dispositifs mis en place.....                                                                                      | 460 |
| 3) Le dispositif de jugement de Novethic : la fragile institutionnalisation d'un référentiel de jugement privé.....                                      | 471 |

*Chapitre VI : Construction de la prise de parole auprès des entreprises par l'activisme actionnarial .....*

|                                                                                                                                                                                           |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| I) L'activisme actionnarial aux USA: une même pratique pour deux groupes de pressions différenciés aux stratégies potentiellement convergentes .....                                      | 489 |
| 1) L'activisme actionnarial socialement responsable aux Etats-Unis : changer les entreprises pour changer le monde .....                                                                  | 489 |
| 2) Le gouvernement d'entreprise : Un activisme actionnarial au service de la régulation des relations entre les directions d'entreprises et les actionnaires ...                          | 493 |
| 3) La convergence des mouvements de l'ISR et du gouvernement d'entreprise : quand la conjoncture économique et politique rapproche les intérêts de groupes de pression différenciés ..... | 506 |
| II) La gestion d'actifs ISR en France et l'activisme actionnarial .....                                                                                                                   | 519 |
| 1) Un exercice du droit de vote en cours de structuration technique et politique .....                                                                                                    | 520 |
| 2) L'engagement actionnarial à la française : le recueil d'information extra-financière comme outil d'influence sur les entreprises .....                                                 | 536 |

*Chapitre VII : l'appropriation de l'ISR par les clients des offreurs ISR: une nouvelle donne ? .....*

|                                                                                                                                                              |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| I) Expliquer et convaincre pour vendre : les sociétés de gestion d'actifs face à leurs clientèles.....                                                       | 548 |
| 1) Pratiques des sociétés de gestion : commercialisation et entretien de la relation clientèle .....                                                         | 549 |
| 2) Des clients aux aspirations difficiles à combler : le léger malaise des sociétés de gestion.....                                                          | 568 |
| II) Les épargnants particuliers : le concept d'invest'acteurs à l'épreuve de l'enquête de terrain.....                                                       | 575 |
| 1) Itinéraire de décision : une forte méconnaissance de l'aspect extra-financier.....                                                                        | 577 |
| 2) Calmer l'angoisse éthique par la recherche active d'information et de connaissance : une posture inégalement partagée par les détenteurs conscients ..... | 578 |
| 3) Le sens donné à l'acte d'investissement socialement responsable : une forte disparité des représentations.....                                            | 583 |
| III) Les investisseurs institutionnels finaux : l'implication de la demande dans la construction sociale de l'offre ISR.....                                 | 592 |

|                                                                                                                 |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1) Caractéristiques et représentations des investisseurs institutionnels face à l'offre ISR .....               | 595 |
| 2) L'action du FRR : quand l'ISR rencontre la question du financement des retraites .....                       | 597 |
| 3) Devenir un investisseur responsable : l'implication des grands investisseurs institutionnels sur l'ISR ..... | 610 |
| <i>CONCLUSION :</i> .....                                                                                       | 630 |
| <i>BIBLIOGRAPHIE</i> .....                                                                                      | 645 |
| <i>GLOSSAIRE</i> .....                                                                                          | 662 |
| <i>ANNEXES</i> .....                                                                                            | 663 |
| <i>RESUME/ABSTRACT</i> .....                                                                                    | 664 |

## INTRODUCTION :

---

### **La construction sociale du champ de l'investissement socialement responsable ; partir de l'offre et de ses acteurs professionnels pour proposer une analyse sociologique transversale d'un mouvement en déploiement**

« L'investissement socialement responsable se développera au point de devenir selon moi, pour les institutions et les particuliers, un critère incontournable dans la sélection de valeurs. Je vois à cela une raison principale : le Développement Durable et l'ISR bénéficient à tous. Les investisseurs travaillent avec une vision de long terme qui rejoint parfaitement l'approche du Développement Durable. Les performances des entreprises seront d'avantage assises sur une plus grande maîtrise des risques et des stratégies durables plutôt que sur des approches tactiques visant à assurer des performances à très court terme. »

Citation de Jean-Louis Laurens, Président Directeur Général de la société de gestion Axa Investment Managers, séminaire annuel 2004

« Il semble qu'en France, contrairement à ce que l'on observe dans les pays anglo-saxons et scandinaves [...] les initiatives les plus hardies en matière d'inscriptions politiques dans les dynamiques marchandes surviennent là où on les attends le moins, c'est-à-dire du côté de l'offre plutôt que de la demande »

Marie-Emmanuelle Chessel et Franck Cochoy, 2004<sup>1</sup>

Si, dans les sphères médiatiques et politiques, l'éthique et ses dérivés modernes (responsabilité sociale des entreprises, développement durable) sont aujourd'hui l'objet d'un fort engouement, dans les sphères institutionnalisées de la recherche en sociologie, l'objet que je propose ici d'analyser, le mouvement de l'investissement socialement responsable qui fait partie de cette nébuleuse encore mal identifiée, fait l'objet d'un accueil plutôt mitigé. Il passe en général, au mieux, pour un mouvement sympathique mais anecdotique par rapport aux véritables enjeux sociétaux actuels et au pire pour une stratégie de marketing hypocrite aux mains des acteurs de la Finance soucieux de s'acheter une vertu à moindre frais dont il convient de se méfier.

---

<sup>1</sup> Chessel, M-E, Cochoy, F, 2004, « Autour de la consommation engagée, enjeux historiques et politiques », *Sciences de la Société*, n°62, 2004, PUM.

Ainsi, quand je commence à présenter mon objet de recherche ne faisant pas partie du micro cercle de chercheurs travaillant sur cette question, il m'est en général nécessaire d'entrer implicitement ou explicitement dans un débat sur la croyance que mes interlocuteurs ont dans mon objet de recherche car certains d'entre eux affirment ou font comprendre qu'ils « n'y croient pas ».

Je ne souhaite pas ici porter un jugement positif ou négatif sur les fondements intellectuels et idéologiques de l'affirmation de ce scepticisme vis-à-vis de mon sujet de recherche mais j'aimerais ici me placer, dès le départ très clairement à côté de cette question de la croyance. En effet malgré mon appartenance à une entreprise appelée Novethic, dont l'une des missions est de faire connaître et de promouvoir le mouvement de l'ISR, il n'a jamais été question pour moi en tant que chercheur de modeler ma recherche en fonction de ma potentielle croyance en l'ISR et à ses conséquences bénéfiques ou négatives sur la société. Cela me semblerait ici aussi déplacé que de demander aux chercheurs travaillant sur les normes ISO de positionner leur travail de recherche en fonction de leur croyance dans la démarche qualité. Je considère ainsi l'investissement socialement responsable comme un objet social à part entière, qui mérite comme tout autre, du chercheur en sociologie une appréhension neutre tentant à la fois de s'affranchir des préjugés positifs et négatifs qui circulent à son encontre dans les différents espaces du discours (discours du commun, discours médiatique, discours politique, discours savant). Ceci étant posé en préambule, je me propose dans cette introduction de revenir sur une brève définition de cet objet de recherche de l'investissement socialement responsable avant de revenir sur les orientations et les questionnements qui ont guidé ce travail de recherche de thèse.

Le terme d'ISR (investissement socialement responsable) désigne le fait d'investir dans des institutions, le plus souvent des entreprises cotées en Bourse dont les titres s'échangent sur les marchés financiers, qui répondent à un certain nombre de critères extra financiers (moraux, sociaux et environnementaux) fixés par les investisseurs.

L'investissement socialement responsable s'incarne généralement sous la forme de deux grandes pratiques, le filtrage et l'activisme actionnarial, qui font intervenir trois groupes de protagonistes principaux : les investisseurs, les fournisseurs d'information extra-financière et les entreprises et autres organisations dont les titres s'échangent sur les marchés financiers.

Le filtrage consiste, dans ses grandes lignes, à exclure ou inclure les sociétés cotées en Bourse dans des portefeuilles financiers à partir de critères éthiques, sociaux et environnementaux. Les fournisseurs d'information extra-financière procèdent à une

évaluation (éthique, sociale, environnementale) des entreprises par le biais de l'analyse de documents publics, de questionnaires et d'entretiens. Ces évaluations sont vendues aux investisseurs qui sont représentés le plus souvent par les acteurs professionnels de cette catégorie : les sociétés de gestion. Celles-ci vendent des produits financiers aux épargnants particuliers ou sont responsable de la gestion financière des actifs<sup>2</sup> détenus par certains grands investisseurs institutionnels comme les fonds de pensions aux Etats-Unis ou encore les caisses de retraite et de prévoyance en France. Ces professionnels de la gestion prennent en compte ces évaluations lors du choix des valeurs à mettre en portefeuille dans différents véhicules d'investissement identifiés comme socialement responsables : OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières) ouverts vendus aux épargnants particuliers et aux investisseurs institutionnels, FCP (Fonds commun de placement) et autres mandats de gestion dédiés uniquement aux investisseurs institutionnels.

À cette pratique du filtrage qui constitue un moyen de pression indirect sur les entreprises, s'ajoute celle de l'activisme actionnarial. Cette pratique consiste à faire pression sur les directions d'entreprises par le pouvoir de l'actionnariat dans le but de faire changer les comportements des firmes sur des questions éthiques, sociales ou environnementales. Comme le filtrage, elle se nourrit des données fournies par l'analyse extra-financière. Elle peut aller du simple dialogue avec les directions d'entreprises à la proposition de résolutions en assemblée générale d'actionnaires. Cette pratique est depuis quelques années assumée outre-Atlantique par les acteurs professionnels que sont les sociétés de gestion, véritables porte-parole de leurs clients investisseurs mais a été historiquement portée de façon directe par des investisseurs particuliers et des investisseurs institutionnels soucieux de voir pris en compte leurs convictions religieuses, sociales et environnementales. Une autre pratique plus minoritaire est parfois incluse dans la définition donnée à l'ISR, notamment aux Etats-Unis : l'investissement dans la communauté qui soutient des organismes travaillant à la réinsertion économique de populations défavorisées.

A la fin décembre 2005, Novethic, centre de recherche sur l'investissement socialement responsable, le développement durable et la responsabilité sociale de l'entreprise dénombre un nombre de fonds ISR ouverts en gestion collective<sup>3</sup> de 128 fonds

---

<sup>2</sup> On parle généralement de gestion d'actifs. Les métiers de la gestion d'actifs font partie des métiers de l'industrie financière. Les professionnels de la gestion d'actifs offrent un savoir faire et un service en terme de placements financiers aux épargnants particuliers, aux investisseurs institutionnels. Ils exercent aussi parfois ce service pour le compte de leur propre organisation. Voir chapitre II.

<sup>3</sup> La gestion collective désigne dans l'industrie de la gestion d'actifs l'ensemble des produits financiers gérés de façon collective pour un ensemble de souscripteurs particuliers et/ou institutionnels plaçant leur argent à un instant T sur un véhicule financier donné. Ces fonds prennent la forme d'organisme de placement collectif en

commercialisés par 44 sociétés de gestion pour un montant environ de 10 milliards d'euros d'encours<sup>4</sup>. La plupart des grands réseaux de distribution de produits financiers en gestion collective proposent donc aujourd'hui en France un ou plusieurs produits répondant officiellement à cette qualification. Cette somme représente moins de 1% des actifs totaux en gestion collective en France. Aux Etats-Unis, des sources statistiques<sup>5</sup> font état en 2004 de plus de 2000 milliards de dollars d'actifs financiers gérés selon des principes ISR, soit plus de 10% des actifs totaux gérés sous cette forme. Quant à l'Europe, une enquête<sup>6</sup> chiffre en 2003 le montant des encours ISR à quelques 300 milliards d'euros représentant un part quasi négligeable de l'ensemble des encours gérés sur cette aire géographique.

Mais délaissions ici pour le moment les questions de définitions et de mesure quantitative de ce mouvement encore marginal, sur lesquelles nous reviendrons très précisément dans le chapitre I, pour aborder les orientations de départ qui fondent notre recherche sociologique sur cet objet de l'ISR. Partant du constat de la mise sur le marché de ces produits financiers et de l'existence de sommes d'argent en principe gérées en fonction de ces préoccupations extra-financières, nous avons fait le choix ici de nous placer à un niveau d'observation meso-sociologique en prenant comme objet principal de l'enquête de terrain sociologique les sociétés de gestion qui dans la période 2002-2005 commercialisent des fonds dits ISR sur le marché de la gestion collective en France.

Cette décision de concentrer principalement l'effort de recherche sur les acteurs de l'offre et non sur ceux de la demande est le résultat du travail d'investigation sociologique préalable réalisé pendant les années de maîtrise et de DEA. Le travail de recherche de maîtrise, portant sur les souscripteurs particuliers d'un fonds ISR commercialisé en France m'a, en effet, persuadée de la difficulté de saisir et de conclure à l'existence en France d'une demande structurée et homogène des épargnants particuliers vis-à-vis de cette offre. En revanche, la recherche amorcée sur les acteurs de cette même offre pendant l'année de DEA m'a convaincue de la forte pro-activité de ces acteurs.

---

valeurs mobilières (OPCVM). Ces OPCVM peuvent être des Sicav (société d'investissement à capital variable), de fond commun de placement (FCP) et de fonds commun de placement entreprise (FCPE). Ici les chiffres Novethic ne prennent pas en compte la catégorie des FCPE ISR dont la comptabilisation se révèle plus complexe. La gestion dédiée à la différence de la gestion collective consiste pour les sociétés de gestion à répondre aux besoins et aux exigences soit d'une clientèle de clients privés très fortunés soit d'investisseurs institutionnels souhaitant placer leur argent ou l'argent qui leur est confié par des bénéficiaires finaux sur des produits financiers fermés. Dans les deux cas, la société de gestion joue le rôle d'intermédiaire entre un client collectif ou privé et les marchés financiers.

<sup>4</sup> L'indicateur Novethic, Bilan 2005, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

<sup>5</sup> Voir chapitre I

<sup>6</sup> Enquête Eurosif, voir chapitre I

Ces derniers s'engagent en effet dans la création de cette offre de produits financiers aux contours plus politiques, sans avoir à priori réellement reçu de signaux très clairs et forts de l'attente en la matière de leurs clientèles françaises, qu'ils s'agissent de clientèles institutionnelles et particulières.

L'analyse du système d'action concret à l'œuvre dans ce champ naissant de l'offre ISR<sup>7</sup> a ainsi permis de mettre à jour la place centrale des sociétés de gestion. Celles-ci, à partir de la création de dispositifs de jugements extra-financiers sur les entreprises par les fournisseurs d'informations extra-financières, créent et mettent sur le marché de la gestion collective des produits financiers censés prendre en compte l'ensemble de ces enjeux sociaux, environnementaux et moraux, à la fois dans la sélection des titres d'entreprises composant les portefeuilles finaux de ces fonds mais aussi dans le dialogue pouvant potentiellement s'installer entre ces professionnels de l'investissement et les entreprises sur ces thématiques.

Si les fournisseurs d'informations extra-financières du type Vigeo ou Innovest, notamment étudiés par Jean-Pascal Gond<sup>8</sup>, jouent un rôle très important dans la construction sociale de l'offre ISR, par la mise sur le marché de dispositifs standardisés de jugements extra-financiers sur les entreprises sur lesquels les acteurs des sociétés de gestion vont principalement s'appuyer moyennant finance, ces dernières sont bien les laboratoires de la création des fonds ISR. C'est au sein de ces structures que vont être pensés, décidés et déployés les processus de gestion ISR dont la mise en place, résultat de l'arbitrage entre les dimensions extra-financière et financières, permet in fine la disposition sur l'espace marchand d'une offre de produits financiers socialement responsables.

Les pratiques, les représentations, le discours déployés autour de l'ISR par les professionnels salariés de ces entités sont donc au cœur de notre enquête de terrain ainsi que leurs relations avec une série d'acteurs centraux : les fournisseurs d'informations extra-financières, les médias, observateurs et experts du champ se constituant à la même époque, les entreprises et la demande incarnée à la fois par les épargnants particuliers et les investisseurs institutionnels.

---

<sup>7</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2002, *Le système d'action concret de l'investissement socialement responsable : Entre stratégies de pouvoir et forums hybrides*, Mémoire de DEA, Université René Descartes, Paris 5, p26-28

<sup>8</sup> Gond, J-P, 2003, *La construction sociale de la responsabilité sociale de l'entreprise, Etude du cas Arese*, Mémoire de maîtrise de sociologie, Université Toulouse II.

La première ambition sociologique de ce travail de thèse est d'articuler et d'intégrer ce travail de recherche aux interrogations plus générales portées par certains chercheurs et experts travaillant sur les espaces sociaux de la Finance. En effet, les rares travaux sociologiques français portant sur le mouvement de l'investissement socialement responsable s'interrogent plus sur son lien avec le mouvement plus large de l'évaluation de la responsabilité sociale des entreprises que sur son encastrement dans les espaces sociaux de la Finance et plus spécifiquement dans celui de la gestion d'actifs. Parallèlement, les quelques travaux de sociologie financière, en particulier ceux portant sur les métiers de la gestion d'actifs, n'ont pas vraiment pris comme objet ce mouvement encore marginal de l'ISR.

Nous nous questionnerons donc sur la place de ce mouvement de l'investissement socialement responsable dans le champ plus large de l'industrie financière dont nous tenterons de dépeindre les acteurs et les grands modes de fonctionnement dans le chapitre II. De manière transversale, nous tenterons de déterminer en quoi l'ISR s'insère dans cet espace et quelles sont les modalités de son encastrement dans ce champ. Les modalités de la construction sociale de l'offre de fonds ISR en France seront fortement éclairées par la prise en considération de l'engagement de l'ensemble de ces professionnels de la Finance dans une industrie de la gestion d'actifs régie par des règles et des codes professionnels spécifiques qui vont en partie modeler les contours finaux de cette offre. Replacer l'ISR dans cet ensemble plus large de la Finance et de ses acteurs permettra aussi de manière plus structurelle de déterminer avec précision en quoi ce mouvement interroge aujourd'hui, avec une acuité assez forte, les pratiques et les rapports marchands et stratégiques que peuvent entretenir ces différents groupes d'acteurs entre eux. Les conditions de l'émergence potentielle d'un capitalisme et d'une épargne politique en seront ainsi précisées.

La seconde ambition sociologique de ce travail est de rendre heuristique la construction sociale de l'offre ISR en ce début du vingt et unième siècle par l'appui sur les avancées des travaux prenant place dans le champ de la sociologie économique et de la sociologie des marchés. Nous convoquerons ici notamment les travaux amorcés en anthropologie des sciences et des techniques sur les agences calculatrices et les dispositifs de calculs<sup>9</sup>, en économie de la qualité sur les dispositifs de qualification et de jugement<sup>10</sup> et sur

---

<sup>9</sup> Callon, M, Muniesa, F, 2003, « Les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul », *Réseaux*, France Télécom Recherche et Développement, Hermès Sciences Publication.

<sup>10</sup> Travaux de Lucien Karpik, voire Chapitre V.



les travaux de Franck Cochoy<sup>11</sup> concernant les dispositifs de qualcul<sup>12</sup>, le rôle des intermédiaires marchands et les processus de standardisation et de normalisation à l'œuvre sur les marchés. L'ensemble de ces notions et concepts sociologiques nous permettra de donner à voir au lecteur les conditions de mise sur le marché de cette offre jusqu'ici inédite de produits financiers intégrant en leur sein des préoccupations sociales, environnementales et morales. Nous verrons ici le rôle clef joué par les intermédiaires informationnels (médias plus ou moins spécialisés, centres de recherche et d'observation qui se constituent conjointement à cette offre ISR) dans le processus de légitimation de l'existence et de l'intérêt de ce nouveau champ en France. Nous verrons aussi en quoi, dans ce champ finalement fortement dépourvu de processus de normalisation voire même de standardisation, certains de ces intermédiaires informationnels vont tenter de faire se rencontrer l'offre et la demande par la mise en place de dispositifs de jugement ou du moins de dispositifs informationnels sur le contenu réel de cet offre. Nous constaterons ainsi la difficulté des acteurs marchands que constituent les sociétés de gestion, prises dans les mécanismes de concurrence et une forme de course à l'innovation à impulser cet effort de qualification, d'encadrement, de standardisation et in fine de normalisation de leurs pratiques, qu'il s'agisse ici de juger de la qualité des dispositifs de jugements extra-financiers sur les entreprises que de celle de la qualité des fonds ISR mis sur le marché. Un certain retrait des instances de normalisation traditionnelles mais aussi des pouvoirs publics pourra être démontré<sup>13</sup>.

Le champ de l'ISR en France, en raison de son déploiement très récent et de sa taille réduite, constitue de ce fait un laboratoire sociologique très intéressant pour analyser et déconstruire la mise sur le marché d'une création, ici financière, son passage au statut d'innovation, et sa progressive institutionnalisation et légitimation dans les espaces marchands et politiques<sup>14</sup>.

---

<sup>11</sup> Cochoy, F, 2002, *Une sociologie du packaging ou l'âne de Buridan face aux marchés*, Paris : Presse Universitaire de France, p211.

<sup>12</sup> Cette notion rend compte de la façon dont le consommateur s'appuie sur des données qualitatives et pas seulement chiffrées pour prendre ses décisions tout en respectant une certaine forme de rationalité. Ce concept ne se limite toutefois pas à l'étude du consommateur, il s'applique aussi à l'autre côté du marché pour rendre compte de la façon dont les producteurs influencent l'instrumentation du consommateur. Il englobe aussi tous les intermédiaires qui contribuent à façonner et à orienter le marché comme les organismes de certification.

<sup>13</sup> L'ensemble des mécanismes observés ici est classiquement observé dans la mise sur le marché d'une innovation. Voir Alter, N, 2001, *L'innovation ordinaire*, collection PUF Sociologie, Paris.

<sup>14</sup> « L'innovation est à ne pas confondre avec l'invention. L'invention est une création, un produit nouveau, une nouvelle technologie, une nouvelle idée, un nouveau service qui ne sortira jamais des cartons. Le terme innovation lui désigne le processus social par lequel se diffuse une création dont le cheminement est difficile à prévoir du fait du nombre d'acteurs mobilisés tout au long de son déroulement depuis l'entreprise jusqu'au consommateur en passant entre autres par les médiations institutionnelles et juridiques. »  
Extrait de Desjeux, D, 2004, *Les Sciences Sociales*, Collection Que sais-je, Edition PUF, Paris, p61

Notre troisième interrogation sociologique se cristallise sur la possibilité d'interpréter l'émergence de ce champ de l'ISR en France comme celle de la constitution de la production d'une offre d'épargne à caractère politique, pendant de l'émergence d'une consommation, donc d'une demande politique structurée de ces mêmes produits d'épargne, les deux mouvements s'encadrant dans le déploiement émergent d'un capitalisme engagé et politique, digérant sans cesse la critique et redéfinissant toujours encore et encore ses dispositifs de justice face à cette même critique<sup>15</sup>.

Nous analyserons ici avec précision la façon dont les acteurs des sociétés de gestion vont aborder les dimensions politiques, véritables marqueurs de la spécificité de l'offre de fonds ISR qu'ils sont chargés de mettre en place. Cette exploration sociologique sera l'occasion de revenir sur les modalités à travers lesquelles les acteurs marchands vont s'emparer officiellement des thématiques sociales, environnementales et morales, officiellement identifiées comme débordant du cadre traditionnel de leur expertise financière et économique. Nous tenterons aussi de donner à voir et d'analyser conjointement leur capacité d'action et d'innovation en matière de production politique et leurs réticences fortes à voir leur choix d'acteurs privés et marchands à être discutés à la fois par leurs clients, par les médias et les observateurs professionnels, les entreprises, bref finalement à voir leur choix commentés et débattus dans l'arène semi-publique ou publique. Il faudra aussi constater une forme de discrétion de la puissance publique qui intervient certes efficacement mais de manière très indirecte et ponctuelle sur les modalités de la construction sociale de cette offre ISR.

Pour compléter notre contribution aux travaux sociologiques qui commencent à se constituer sur cette thématique d'un capitalisme aux exigences politiques en matière morale, sociale et environnementale assumée généralement sous la bannière du développement durable ou encore de la responsabilité sociale de l'entreprise, nous reviendrons finalement sur la demande dont nous avons pris acte au départ de cette recherche du manque de réactivité et de structuration tangible invalidant la réelle existence d'un mouvement de consumérisme politique en France. Toutefois, le passage du temps nous permet aujourd'hui de diagnostiquer en France l'émergence et la structuration progressive d'une demande plus affirmée des grands investisseurs institutionnels en matière d'investissement socialement responsable. La demande institutionnelle en France, à l'instar de ce qui se passe aux Etats-Unis, pourrait, dans un avenir assez proche plus fortement moduler les contours futurs du mouvement de l'ISR.

---

<sup>15</sup> Boltanski, L., Chiappello, E., 1996, *L'esprit du capitalisme*, Paris, Editions Gallimard.

Plus globalement, ce mouvement au niveau international pourrait fortement accélérer la constitution d'une industrie de l'épargne financière à teneur politique assumée où producteurs et clients s'engageraient officiellement, accompagnés par les pouvoirs publics nationaux et internationaux, sur les conséquences sociales, environnementales et morales de leur action d'investissement sur les marchés financiers.

Pour aborder et interroger ces trois grandes problématiques sociologiques transversales, nous avons adopté un plan de rédaction en deux parties.

Les trois premiers chapitres forment la première partie. Ils consistent en une introduction générale au mouvement de l'ISR, au champ de l'industrie de la Finance et à l'enquête de terrain menée entre octobre 2002 et mars 2005.

Le premier chapitre revient sur les mots et les chiffres qui permettent au chercheur de désigner et d'objectiver son objet de recherche. Ce travail de déconstruction des signifiants et des signifiés est l'occasion de revenir sur les concepts et mouvements de la Responsabilité Sociale des entreprises (RSE) et du développement durable auquel le mouvement de l'ISR est aujourd'hui fortement arrimé en terme de références conceptuelles et d'imaginaire mobilisateur commun. En ce qui concerne les chiffres, il s'agit de démontrer ici que, dans ce champ neuf que constitue l'espace de l'investissement socialement responsable, ils font l'objet d'une véritable construction sociale et vont constituer de véritables enjeux de légitimité et de légitimation pour certains acteurs du champ de l'ISR.

A la suite, l'objectif du second chapitre est d'offrir une cartographie très générale des grands sous-espaces de l'industrie de la Finance avec des points d'approfondissements sur la gestion d'actifs dans laquelle s'intègre plus spécifiquement la construction sociale en France de l'offre de produits financiers socialement responsables, principal objet de notre enquête de terrain.

Finalement, le troisième chapitre est une présentation de la position du chercheur, des différentes méthodes d'enquêtes sociologiques utilisées (questionnaires, observation participante et entretiens) et des grandes caractéristiques de l'échantillon suivie par l'enquête par questionnaire. La question du positionnement de chercheur amènera notamment à aborder mon statut particulier de doctorante en contrat CIFRE pour la société Novethic. Cette société créée dans le courant de l'été 2001, composée d'une dizaine de salariés, filiale de la Caisse des Dépôts et Consignations, se présente comme un centre de recherche et d'expertise, sur l'investissement socialement responsable, la responsabilité sociale de l'entreprise et le développement durable.

Pendant ces trois ans de recherche, j'ai ainsi mené étroitement une activité de recherche professionnelle comme chargée d'études ISR pour Novethic et un travail de recherche universitaire pour cette même société et le laboratoire du CERLIS. Ce double statut, comme je l'exposerai dans le chapitre III a eu une influence non négligeable sur la manière dont l'enquête de terrain s'est déroulée et déployée. Ce troisième chapitre s'achève par une présentation des grandes orientations de l'analyse et de l'interprétation des résultats de l'enquête de terrain qui vont être proposés dans la deuxième grande partie de la thèse.

Les quatre derniers chapitres forment donc le second temps de la thèse. Ils consistent en une analyse en quatre moments des résultats délivrés par les différentes voies de l'enquête de terrain.

Le chapitre IV traite de la constitution de dispositifs de jugement extra-financiers sur les entreprises à l'aide du recours à des fournisseurs d'information et d'analyse extra-financières. Cette construction sociale de l'information extra-financière met principalement la société de gestion en prise avec les agences d'évaluation et de notation extra-financières qui sont aujourd'hui identifiées comme les expertes de l'évaluation de la responsabilité sociale de l'entreprise.

Le chapitre V porte sur la constitution effective du process de gestion ISR, fait d'arbitrages et de choix situés, qui vont aboutir à ce produit, certes immatériel, mais dont les caractéristiques principales sont fixées, c'est-à-dire le fonds ISR qui sera ensuite commercialisé à une clientèle de particuliers ou d'investisseurs institutionnels. La construction de la légitimité et de la crédibilité des sociétés de gestion sur l'ISR dépendant fortement de la structuration finale des produits financiers ISR, la manière dont les médias mais aussi les structures d'information et de recherche professionnelles et universitaires sur l'ISR jouent un rôle de qualification de ces fonds ISR mis sur le marché de la gestion d'actifs, fait l'objet dans ce chapitre d'une analyse détaillée.

Le chapitre VI s'intéresse plus particulièrement aux conditions de déploiement d'une prise de parole plus directe des sociétés de gestion auprès des entreprises pour les pousser à entendre les préoccupations des investisseurs socialement responsables que sont censées représenter ces mêmes sociétés de gestion. Comme nous l'aurons constaté dans le chapitre I pour le cas de l'ISR américain, berceau originel de l'ISR, cette prise de parole passe là-bas par une combinaison entre dialogue avec les entreprises et utilisation des droits de vote en assemblée générale d'actionnaires. Nous verrons ici que cette relation aux entreprises qui devrait passer par la mise sous pression est considérablement réinterprétée par les acteurs de l'ISR en France en opérant une comparaison interculturelle avec les Etats-Unis.

Le septième et dernier chapitre porte sur la question de la commercialisation de ces produits qui met alors les sociétés de gestion en relation avec leurs clientèles, qu'il s'agisse d'une clientèle de particuliers ou d'investisseurs institutionnels. Nous partirons ici des efforts de commercialisation prodigués par les sociétés de gestion observées pendant l'enquête de terrain pour aborder les tensions et les controverses assez fortes dans un champ où l'offre peine à convaincre une demande éclatée. Et c'est sur cette demande, notamment celle des investisseurs institutionnels, que nous nous arrêterons finalement dans le dernier chapitre afin de saisir son impact naissant sur la structuration future de l'offre ISR en France.

Si les sociétés de gestion qui sont l'objet principal d'enquête de cette recherche ont jusqu'ici fortement modelé, en collaboration notamment avec les fournisseurs d'informations extra-financières, les contours du champ de l'ISR, nous explorerons dans ce chapitre et plus en avant dans la conclusion l'hypothèse de la montée de l'influence des investisseurs institutionnels sur la structuration future de ce champ de l'industrie de la gestion d'actifs et de leur rôle futur dans la constitution d'une épargne assumant plus clairement les conséquences de ses choix financiers sur l'état du monde et des conditions de vie de ces citoyens.

Stéphanie Giamporcaro-Saunière, Paris le 14 février 2006



## **Chapitre I : Circonscrire le mouvement de l'investissement socialement responsable par la déconstruction des terminologies et des initiatives de calcul et de qualcul**

L'objectif de ce chapitre est, avant d'entrer dans le cœur de l'enquête de terrain sur la construction sociale de l'offre de produits socialement responsables en France, de se pencher sur ce qui paraît souvent comme donné lorsque l'on étudie un pan de la réalité sociale, c'est-à-dire les mots et les chiffres qui permettent au chercheur de désigner et d'objectiver son objet de recherche. Or celui-ci, surtout s'il travaille sur un terrain peu défriché, est souvent amené à utiliser les mots et les chiffres produits et utilisés par les acteurs qui sont en mouvement dans l'espace étudié par le chercheur.

C'est pourquoi, dans un premier temps, nous proposons ici au lecteur de faire un détour par les mots pour bien saisir à la fois leur importance stratégique mais aussi leur extrême mobilité dans ce champ nouveau de l'investissement socialement responsable. Nous justifierons ainsi notre choix de désigner notre objet de recherche par ce terme d'investissement socialement responsable, abrégé par le sigle ISR, en nous intéressant à la fois au signifiant même et ce qui est désigné par ce signifiant. A la suite, nous reviendrons sur les concepts et mouvements de la Responsabilité Sociale des entreprises (RSE) et du développement durable auquel le mouvement de l'ISR est aujourd'hui fortement arrimé en terme de références conceptuelles et d'imaginaire mobilisateur communs.

Finalement après avoir exploré l'espace des mots et des concepts, nous nous attacherons à la déconstruction des chiffres. Ces derniers, en raison de la confiance souvent spontanée que nos sociétés, marquées par l'influence de la rationalité économique, ont tendance à leur accorder, sont souvent pris comme un donné de départ même par la communauté des chercheurs. Or nous tenterons de démontrer ici que, bien au contraire, et peut-être plus particulièrement dans ce champ neuf que constitue l'espace de l'investissement socialement responsable, ces chiffres font l'objet d'une véritable construction sociale et vont constituer de véritables enjeux de légitimité et de légitimation pour certains acteurs du champ de l'ISR.

Nous utiliserons plus particulièrement sur cette question les apports de l'anthropologie des Sciences et des techniques sur les dispositifs de calculs collectifs<sup>16</sup> mais aussi des recherches en Science de gestion sur les entrepreneurs institutionnels<sup>17</sup> qui légitiment tout en se légitimant ces secteurs d'activité naissant, afin de déconstruire les dispositifs de calcul mis en place par certaines organisations pour quantifier les encours gérés sous la forme d'investissement socialement responsable. Nous nous appuierons aussi sur certains concepts de la sociologie de l'intermédiation marchande et notamment sur la notion de qualcul.

Cette notion de qualcul a été proposée par Cochoy<sup>18</sup>, comme le souligne Gond<sup>19</sup>, pour rendre compte de la façon dont le consommateur s'appuie sur des données qualitatives et pas seulement chiffrées pour prendre ses décisions tout en respectant une certaine forme de rationalité. Ce concept ne se limite toutefois pas à l'étude du consommateur, il s'applique aussi à l'autre côté du marché pour rendre compte de la façon dont les producteurs influencent l'instrumentation du consommateur. Il englobe aussi tous les intermédiaires qui contribuent à façonner et à orienter le marché comme les organismes de certification.

C'est cette catégorie des intermédiaires qui nous intéresse ici. Comme Gond, dans son étude de cas sur l'agence de notation extra-financière ARESE, nous convoquerons ces notions de calcul et de qualcul dans ce chapitre pour analyser le fonctionnement de certains intermédiaires du champ de l'ISR qui vont se comporter en véritable entrepreneur institutionnel. Toutefois notre intérêt se concentrera non pas sur un intermédiaire comme l'agence d'analyse et d'évaluation extra-financière ARESE qui s'efforce de rendre *qualculable* et calculable le degré de responsabilité sociale des entreprises mais sur ceux qui, comme Novethic vont, diriger leur effort de calcul et de qualcul sur la quantification et la qualification des montants d'argent géré de façon socialement responsable sur les marchés financiers.

---

<sup>16</sup> Callon Michel, Muniesa Fabian, 2003, « Les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul », *Réseaux*, France Télécom Recherche et Développement, Hermès Sciences Publication.

<sup>17</sup> Les industries en voie d'émergence en raison de leur nouveauté manquent souvent de légitimité notamment en raison du flou informationnel qui les entoure. Pour que la nouvelle industrie arrive à s'implanter, des acteurs agissent de manière à légitimer cette industrie émergente. Ces personnes et ces organisations agissent alors comme des entrepreneurs institutionnels, c'est-à-dire des acteurs qui créent les normes techniques et cognitives, des prescriptions sur les comportements à adopter conformes à leurs propres identités et leurs propres intérêts. Par cette action, ils se légitiment eux même en tant que pourvoyeur de standards et participent à la légitimation du champ dans lequel ils opèrent.

Source : Dejean, F, Gond, J.P., Leca, B « Measuring the unmeasured : an institutional entrepreneur strategy in an emerging industry », *Human Relations*

<sup>18</sup> Cochoy, F, 2002, *Une sociologie du packaging ou l'âne de Buridan face aux marchés*, Paris : Presse Universitaire de France, p211.

<sup>19</sup> Gond, J-P, 2003, *La construction sociale de la responsabilité sociale de l'entreprise, Etude du cas Arese*, Mémoire de maîtrise de sociologie, Université Toulouse II, p85.



Nous verrons que cet effort qui entre dans un dessein plus large de légitimer le champ de l'ISR va les amener à travailler à l'articulation de deux champs bien distinct : celui bien établi de l'industrie financière et celui en voie de structuration du champ de la RSE et du développement durable auquel aujourd'hui l'ISR se rattache très étroitement.

## **I) Un retour sur les signifiants et les signifiés**

Dans mes travaux précédents<sup>20</sup>, j'ai choisi d'utiliser le signifiant ISR (investissement socialement responsable) pour désigner le fait d'investir dans des entreprises cotées en Bourse qui répondent à un certain nombre de critères extra financiers (moraux, sociaux et environnementaux) fixés par les investisseurs. J'identifie dès lors l'investissement socialement responsable à deux grandes pratiques, le filtrage (screening) et l'activisme actionnarial (shareholder advocacy), qui font intervenir trois groupes de protagonistes principaux : les entreprises cotées, les investisseurs et les agences d'évaluation et de notation extra-financières. Je voudrais revenir cependant en introduction sur le caractère construit de cette définition car si elle est la plus pertinente et la plus fonctionnelle aujourd'hui pour circonscrire mon propre objet d'étude, la réalité reste, comme j'ai pu l'observer dans mes premiers travaux<sup>21</sup>, beaucoup plus riche et débordante de sens à la fois aux niveaux des signifiants et des signifiés.

### **1) Partir des pratiques pour fixer le signifié**

En ce qui concerne le signifié, c'est-à-dire la réalité désignée par le signe, j'ai ici fait le choix de procéder à une réduction du spectre de la définition initiale de l'ISR créée par les acteurs américains.

En effet, le mouvement émerge d'abord aux Etats-Unis. Les organisations américaines promotrices de ce mouvement sont les premières dans les années 1990 à en circonscrire le périmètre. Or, leur définition repose sur l'identification du mouvement à trois pratiques : le filtrage positif et négatif, l'activisme actionnarial et l'investissement dans les communautés.

---

<sup>20</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2002, *Le système d'action concret de l'investissement socialement responsable : Entre stratégies de pouvoir et forums hybrides*, Mémoire de DEA, Université René Descartes, Paris 5.

<sup>21</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2001, *L'encastrement des enjeux sociétaux dans l'économie : le cas de l'ISR*, Mémoire de maîtrise, Université René Descartes, Paris 5.

Les deux premières pratiques (filtrage et activisme actionnarial), centrées sur l'investissement dans les entreprises cotées en Bourse, semblent aujourd'hui internationalement identifiables comme relevant spécifiquement de ce mouvement. En revanche, la pratique de l'investissement dans la communauté qui passe par un investissement dans des entreprises non cotées est, selon les pays, diversement intégrée aux deux premières modalités d'action.

En France, par exemple, l'investissement dans la communauté correspond au mouvement de la Finance Solidaire. Or, la Finance solidaire s'insère elle-même dans cet ensemble plus vaste de l'Economie solidaire qui a pour objet la promotion de la petite et très petite entreprise. Elle s'adosse traditionnellement à un militantisme de type laïc<sup>22</sup> dont les origines historiques et sociales ainsi que les orientations sont très différentes de celles de l'activité du filtrage et de l'activisme actionnarial.

Le Canada fournit un autre exemple d'une définition différenciée de l'investissement dans la communauté. Ce dernier s'y décline essentiellement sous la forme du capital développement<sup>23</sup>. Il s'agit d'une forme du capital risque dont les rendements anticipés sur les investissements doivent tendre à pérenniser l'activité économique par le développement économique du territoire et la création locale d'emploi. Le capital développement est, par exemple au Québec, assumé par les mouvements syndicaux qui ont la responsabilité de la gestion des fonds de travailleurs. Ces fonds ont l'obligation pour que les souscripteurs bénéficient d'avantages fiscaux octroyés par les pouvoirs publics, de combiner l'objectif de rendement à un objectif de création d'emplois, de développement économique et de formation des travailleurs. Concrètement, une partie des fonds doit être placée en participation directe dans les PME québécoises.

Aux Etats-Unis, cette pratique aurait son équivalent dans les « economically targeted investments » des fonds de pension. Ces derniers mutualisent parfois les risques en se réunissant dans une société d'investissement pour combler des lacunes d'investissement dans certains secteurs. En France, le travail de France Active ou de l'ADIE pourrait être identifié à cette pratique du capital développement mais sans que l'ensemble de la Finance solidaire puisse être rangée dans cette catégorie.

---

<sup>22</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2001, *L'encastrement des enjeux sociétaux dans l'économie : le cas de l'ISR*, Mémoire de maîtrise, Université René Descartes, Paris 5, p31-33.

<sup>23</sup> Bourques Gilles, Gendron Corinne, 2003, « Une Finance responsable à l'ère de la mondialisation économique », *L'Economie Politique* n°18, pp50-61

Pour les chercheurs québécois qui ont réalisé cette comparaison, la Finance solidaire telle qu'elle est structurée en France correspond, au Québec et au Canada, au créneau des très petits prêts : crédit communautaire, micro-crédit et autres cercles d'emprunt.

Si les passerelles ne sont pas impossibles voire sont parfois institutionnalisées<sup>24</sup> entre ces différentes pratiques, il faut globalement souligner que ce que les américains appellent l'investissement communautaire recouvre des institutions différentes selon les pays, à l'histoire et aux structures souvent bien distinctes de celles qui mettent en œuvre des pratiques de filtrage et d'activisme actionnarial.

En Europe et plus particulièrement en France, quand on parle d'investissement socialement responsable, éthique ou encore durable, le dénominateur commun se révèle être les pratiques d'investisseurs ou d'épargnants qui, le plus souvent à travers des véhicules financiers de gestion collective, se distinguent par des pratiques de filtrage positif et négatif et d'engagement ou d'activisme actionnarial.

C'est pourquoi dans ce travail de recherche, je fais le choix de réduire mon étude du mouvement à la mise en place de ces deux pratiques et donc d'adopter une définition réduite du mouvement, cette définition ne faisant pas pour autant l'objet d'un consensus chez l'ensemble des acteurs qui émettent sur lui des éléments quantitatifs de mesure.

## **2) Le choix du signifiant ISR : petite balade culturelle et conceptuelle**

Quant au choix du signifiant « investissement socialement responsable », abrégé sous le sigle ISR, il convient d'en interroger à la fois la totalité et les deux parties c'est à dire le terme « investissement » et le terme « socialement responsable ».

Le terme d'investissement, qui en semble à priori la partie la moins discutable puisque ne relevant pas directement de la spécificité extra-financière de l'objet étudié, n'est pas exempt d'interrogations. S'il n'est généralement pas remis en cause c'est en raison de la prégnance de la langue anglaise. Celle-ci tend à gommer la différence entre l'action d'investissement et l'action de placement et à désigner aussi bien l'investissement direct que le placement financier sous le terme générique de l'investissement.

---

<sup>24</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2002, *Le système d'action concret de l'investissement socialement responsable : Entre stratégies de pouvoir et forums hybrides*, Mémoire de DEA, Université René Descartes, Paris 5, p71-72.

Or contrairement à l'anglais<sup>25</sup>, la langue française distingue le placement de l'investissement. Ainsi, selon le Petit Robert, le terme investissement désigne l'action d'acquérir des biens de production pour l'exploitation d'une entreprise tandis que le placement se réfère à l'action de placer de l'argent, de l'employer afin d'en tirer profit, une plus-value ou d'en conserver la valeur. Cette distinction rappelle qu'au premier sens du terme, l'investissement implique l'exploitation directe par l'investisseur d'outils de production alors que le placement se situe au niveau de la détention passive de certains droits en vue de la rémunération.

C'est en raison de cette distinction linguistique que certains chercheurs québécois<sup>26</sup> proposent de substituer au terme d'investissement socialement responsable celui de Finance Socialement Responsable (FSR) et de distinguer au sein de cette FSR deux sous typologies : les placements socialement responsables et les investissements socialement responsables. Les placements socialement responsables désignent alors à la fois les pratiques de filtrage et d'activisme actionnarial qui ont pour objet commun le placement financier dans les sociétés cotées alors que les investissements socialement responsables correspondent aux investissements directs dans les entreprises qui, selon les pays, se déclinent sous différentes formes.

Toutefois, l'observation des médias spécialisés et non spécialisés en France permet de démontrer sur cette utilisation des termes « investissement » et « placements » une forte porosité des termes qui ne s'embarrasse pas des distinctions sémantiques relevées par les chercheurs québécois. Par exemple, la revue *Alternatives Economiques* publie tous les deux ans un hors série intitulé les *Placements éthiques* où il sera question dans le texte de préface du mouvement de l'investissement socialement responsable. De la même manière, le site Novethic fait un classement des fonds socialement responsables mais la rubrique générale englobant cette sous rubrique s'appelle *Investissement Socialement Responsable*.

Consciente du défaut de correspondance entre langue française et langue anglaise et du manque de précision de cette dernière, j'ai fait le choix de rester sur le terme générique d'investissement notamment par souci de ne pas multiplier les confusions sémantiques et les exercices de traduction de la langue anglaise vers la langue française. Ce choix s'aligne par ailleurs sur la prégnance de la langue anglaise dans ce champ. En effet, la plupart des travaux

---

<sup>25</sup> Ces détails sur l'origine des termes investissement et placement sont tirés de : Observatoire de la finance, « Les fondements éthiques de l'investissement socialement responsable », avril 2002, p2-3.

<sup>26</sup> Bourques Gilles, Gendron Corinne, 2003, « Une Finance responsable à l'ère de la mondialisation économique », *L'Economie Politique* n°18, pp50-61

professionnels et académiques rédigés sur ce mouvement sont écrits en anglais et se réfèrent à la notion d' « investment » pour désigner le mouvement de manière générique.

Quant au terme « socialement responsable », son avènement est récent même aux Etats-Unis. Jusqu'au milieu des années quatre vingt dix, de nombreuses terminologies coexistent pour définir le mouvement aux Etats-Unis<sup>27</sup> sans qu'il soit véritablement possible de vérifier que le terme « Ethical Investment » soit plus prégnant que d'autres.

Vers la fin des années 1990, le terme « socially responsible investment » semble s'imposer plus franchement en raison du rapprochement conceptuel fait entre ce mouvement et celui de la Corporate Social responsibility (Responsabilité Sociale des entreprises<sup>28</sup>) On commence alors progressivement à désigner ces deux mouvements par leur abréviation en langue anglaise : CSR et SRI, dont les correspondants en langue française sont ISR et RSE.

En Europe, où ces mouvements émergent pendant la décennie 90, c'est d'abord le terme d'investissement éthique qui s'impose spontanément en raison notamment de l'avancée sur la pratique du Royaume-Uni où le mouvement s'inscrit au départ dans un mouvement de réflexion sur la Finance et la Morale.

---

<sup>27</sup> Dans le rapport de l'année 1997 du Forum pour l'investissement socialement responsable américain sur les grandes tendances de l'ISR aux Etats-Unis, les auteurs précisent en début de rapport que « Investissement social, socialement responsable, conscient socialement, éthique, en valeurs...tous ces termes décrivent le même concept. Ils tendent à être utilisés **de façon interchangeable** dans l'industrie de la gestion financière pour décrire une approche d'investissement intégrant des valeurs personnelles et des préoccupations sociales dans la décision d'investissement ». Toutefois jusqu'en 2001, le terme le plus souvent adopté par le rapport est celui d' « **Investissement social** » qui entre en écho avec le nom pris par le Forum lui-même, le « Social Investment Forum » soit le Forum de l'investissement social.

Source : <http://www.socialinvest.org>.

<sup>28</sup> Dans le rapport 2001 sur les grandes tendances de l'ISR aux Etats-Unis, la terminologie d'ISR est adoptée même si les auteurs remarquent encore la pluralité des terminologies en présence. Par ailleurs, la définition s'enrichit avec l'identification d'une filiation entre ISR et RSE : « Investissement social, investissement socialement responsable, investissement conscient socialement, investissement éthique, en valeur, naturel, tous ces termes décrivent le même concept. Ces termes sont utilisés **de façon interchangeable** pour décrire une approche d'investissement qui intègre des préoccupations sociales et environnementales dans les décisions d'investissement. **L'investissement socialement responsable** est un processus d'investissement qui prend en compte les conséquences sociales et environnementales positives et négatives des placements dans le contexte d'une analyse financière sérieuse. C'est un processus, se diffusant à l'échelle internationale, qui consiste à investir son argent dans des entreprises qui répondent à certains standards ou critères de base de la Responsabilité sociale des entreprises

La définition s'affirme encore plus dans le rapport 2003, où le terme ISR est placé en tout début de définition : « **L'investissement socialement responsable (ISR)** est un processus d'investissement qui prend en compte les conséquences sociales et environnementales positives et négatives des placements dans le contexte d'une analyse financière sérieuse. C'est un processus, se diffusant à l'échelle internationale, qui consiste à investir son argent dans des entreprises qui répondent à certains standards ou critères de base de **Responsabilité sociale des entreprises**. Qu'il soit décrit comme de l'investissement social, socialement conscient ou fondés sur des valeurs, l'ISR est une approche d'investissement qui consiste à intégrer des préoccupations sociales et environnementales dans les décisions d'investissement. »

Cependant, progressivement, le terme d'ISR est retenu comme le terme générique et international dont le cœur est constitué des pratiques de filtrage et d'activisme actionnarial, le troisième volet faisant l'objet d'interprétation différenciée selon les pays. En France, c'est notamment le forum pour l'investissement responsable (FIR) qui joue sur la diffusion de la terminologie américaine<sup>29</sup>. En 2001, l'association française de gestion (AFG), crée une commission permanente sur la question dont un des premiers objectifs est de statuer sur l'appellation de ces nouveaux fonds se créant sur le marché français de la gestion d'actifs. Le terme socialement responsable a sa préférence<sup>30</sup>. En 2003, Le site de Novethic abandonne les termes de fonds éthiques et d'investissement éthique qui avaient été choisis dans un souci de vulgarisation de concept et de l'approche auprès du grand public au profit des termes d'investissement socialement responsable et de fonds socialement responsables.

Il n'en reste pas moins qu'une certaine forme d'interchangeabilité des termes demeure. En effet, les journalistes, notamment dans les médias non spécialisés, même s'ils ont cessé d'employer systématiquement le terme d'éthique, depuis 2001 environ, ont souvent tendance à employer de manière équivalente des termes différents pour désigner la même réalité. Dans un même article, il pourra être question d'investissement ou de placements éthiques, socialement responsables ou encore d'investissement développement durable<sup>31</sup>.

L'utilisation du terme éthique reste encore forte car elle permet notamment dans les ouvrages et articles de vulgarisation de faire immédiatement le lien avec les notions de morale et de valeurs. *Le Guide des placements éthiques* édité par *Alternatives Economiques* réunit à la fois des textes de présentation des produits financiers reposant sur le mécanisme du filtrage et d'autres formes de placements et d'investissement ayant trait à la Finance Solidaire. Le terme éthique permet de faire le lien conceptuel entre ces deux dimensions car le guide est censé s'adresser à des épargnants en quête de sens pour leur épargne. Plus généralement, le terme éthique reste un terme au grand pouvoir de vulgarisation qui assure au journaliste bien plus fortement que les termes « socialement responsable » et « durables » une saisie immédiate du sujet par le lecteur non initié.

---

<sup>29</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2002, *Le système d'action concret de l'investissement socialement responsable : Entre stratégies de pouvoir et forums hybrides*, Mémoire de DEA, Université René Descartes, Paris 5, p65

<sup>30</sup> Dejean, F, 2004, *Contributions à l'étude de l'investissement socialement responsable, les stratégies de légitimation des sociétés de gestion*, thèse de doctorat en Sciences de Gestion, sous la direction de Monsieur Bernard Colasse, CREFIGE.

<sup>31</sup> Ces réflexions reposent sur le recueil et la lecture systématique des articles de la presse généraliste et spécialisé traitant du mouvement de l'ISR.

Or comme le constate Dejean dans son enquête, cet emploi constant du terme éthique par les médias n'enchant guère les professionnels de la gestion d'actifs à la fois en raison du caractère un peu dépassé que traînent les notions d'éthique et de morale<sup>32</sup> mais aussi en raison d'un manque d'adéquation du terme avec leurs pratiques d'investissement socialement responsable. En effet, le terme éthique renvoie à l'idée d'exclusion et de l'évitement de certaines activités ou pratiques alors que les professionnels de la gestion d'actifs en France pratiquent essentiellement un filtrage socialement responsable fondé sur la sélection positive. Les professionnels français du marché de l'ISR, menés en cela par l'agence de notation ARESE sont dès lors souvent plus désireux de se rattacher au concept de responsabilité sociale et de développement durable<sup>33</sup> qu'à celui d'éthique.

Quand on s'intéresse à des publications spécialisées, on peut constater que si le terme d'ISR est aujourd'hui généralement adopté pour définir de manière globale le mouvement, les professionnels du champ ont créé des typologies différenciées pour qualifier les fonds, c'est-à-dire les véhicules financiers à travers lesquels la pratique de filtrage se déroule.

En Belgique, une typologie mise en place par l'agence de notation extra-financière belge, Ethibel est reconnue au niveau national<sup>34</sup>. Elle repose sur une vision évolutive de ces fonds. Les fonds de première génération, souvent désignés sous le terme de *fonds éthiques*, sont décrits comme fonctionnant sur le mécanisme de l'exclusion. Les fonds dits de *seconde génération* sont dépeints comme ayant une sensibilité sociale qui s'affirme sur une dimension précise de l'activité de l'entreprise. Quant aux fonds de *troisième génération*, il s'agit de désigner des fonds *développement durable* puisque leurs concepteurs se réclament du concept du développement durable et déclarent prendre en compte ses trois piliers : l'économique, le social et l'environnemental. Les fonds de *quatrième génération* sont comparables aux fonds de développement durable mais se distinguent pour les auteurs de la typologie par un intérêt plus marqué pour l'intérêt des différentes parties prenantes<sup>35</sup>.

En France, Novethic avec son Indicateur trimestriel sur l'ISR et son site en ligne n'impose pas une typologie précise par son choix d'utiliser la catégorie générique de « fonds socialement responsables ». La structure propose toutefois une nomenclature reposant sur le

---

<sup>32</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2002, op.cit, p92

<sup>33</sup> Dejean, F, op.cit. L'auteur cite ici un document de présentation des activités d'ARESE daté de janvier 2002 : « L'éthique est un terme générique mal choisi qui désigne des type de placements et des critères parfois différents : des fonds d'exclusion au fond de développement durable. »

<sup>34</sup> Réseau Financement Alternatif, 2004, L'investissement socialement responsable en Belgique, Rapport 2004, [www.rfa.be](http://www.rfa.be)

<sup>35</sup> Le rapport belge 2004 sur l'ISR souligne toutefois la difficulté de saisir concrètement sur le marché des fonds ISR la différence entre les fonds de troisième et quatrième génération

concept d'orientation qui permet de classer les différentes approches. Les fonds dont l'orientation est « le développement durable » sont identifiés comme les fonds qui pratiquent le filtrage sur toutes les dimensions extra-financières : environnement, social et gouvernement d'entreprise. L'exclusion constitue, elle aussi, une catégorie spécifique. Un fonds, s'il est orienté sur le développement durable mais avec un intérêt plus marqué sur le social sera identifié comme ayant une orientation « développement durable et sociale ». La difficulté de catégoriser les fonds par une typologie est donc évitée par la création d'un critère permettant de qualifier son orientation.

C'est aussi une option retenue par l'autre site Internet français spécialisé sur l'ISR, *ISR INFO* qui ne tente pas non plus de créer une typologie classificatrice des fonds mais en fait un critère parmi d'autres permettant de décrire le fonds. L'AMF<sup>36</sup> (Autorité des Marchés financiers) ne propose pas non plus de typologie classificatrice. Dans les sites grand public consacrés à la Bourse et à la gestion d'actifs comme Morningstar ou encore Boursorama, il n'existe pas non plus de catégorie spécifique pour désigner ce type de fonds. D'autres, comme Europerformance, ont toutefois créé une catégorie générique « fonds éthiques ».

Les offreurs français ISR ont aujourd'hui plutôt tendance à identifier de manière indifférenciée leurs produits par le terme de *fonds socialement responsables* et par celui de *fonds de développement durable*. L'appellation éthique est, elle, utilisée habituellement quand l'interlocuteur veut signaler que sa pratique du filtrage est marquée par le mécanisme de l'exclusion, qui fait référence à l'appui sur des valeurs morales.

Toutefois, selon les pays il n'y a pas complète équivalence entre durable et socialement responsable. En Suisse, c'est le terme « sustainable » qui prévaut. Il existe alors ici une volonté en employant ce vocabulaire de s'appuyer au concept de développement durable dont les origines idéologiques, culturelles et le succès ne sont pas exactement similaires à celles du concept de responsabilité sociale. En France, en raison notamment de l'action du gouvernement en place qui a transformé le ministère de l'Ecologie en ministère du développement durable, ce concept est plus assimilé à sa dimension environnementale<sup>37</sup> qu'à ses autres dimensions. Il peut aussi être question, en référence à la prise en compte dans une démarche de filtrage positif des trois piliers du développement durable (environnement, social et économique), de fonds et d'investissement « best in class » ou encore « triple bottom line ». On peut aussi voir parfois poindre des terminologies plus ou moins innovantes

---

<sup>36</sup> Organe de régulation et de surveillance des marchés financiers

<sup>37</sup> Brunel Sylvie, 2004, *Le développement durable*, Editions Que Sais-je, Collection PUF, Paris.



comme fonds socialement durables ou fonds responsables et durables... La pluralité et le caractère mouvant des terminologies est donc non négligeable.

**Cependant aujourd'hui quand il s'agit de désigner de manière générique le mouvement, le terme ISR constitue aujourd'hui aux Etats-Unis et en Europe la désignation la plus institutionnalisée et la plus commune à l'ensemble des acteurs gravitant dans le champ concerné. C'est pourquoi, c'est celle que j'utiliserai le long du mémoire quand il sera nécessaire de qualifier de façon générique le mouvement et sa manifestation la plus concrète la création de fonds.**

Il faut pourtant noter ici la tendance montante chez les acteurs anglo-saxons de commencer à traduire le sigle SRI indistinctement par « socially responsible investment » et « sustainable responsible investment », ce qui préfigure peut-être la montée en puissance de l'appui de l'ISR au concept de développement durable plus qu'à celui de responsabilité sociale des entreprises. Si ce virage a lieu, il y a des chances que cela ajoute encore à la mobilité des terminologies, puisque la traduction du terme anglo-saxon « sustainable » qui s'est finalement imposé en France est celle de durable et non pas celle de soutenable qui avait pour elle le grand avantage de commencer par un « s » et donc de permettre les correspondances de traduction...

Au-delà de ces considérations qui soulignent par ailleurs la puissance de la langue anglaise sur la formation des terminologies dans le champ de l'ISR, il convient d'aller un peu plus loin que les mots pour s'intéresser au contenu des mouvements que nous avons rapidement évoqués : Responsabilité sociale de l'entreprise et Développement durable. Nous faisons ici l'hypothèse que le mouvement de l'ISR s'attelle à ces deux mouvements à partir de la décennie quatre-vingt-dix, notamment à travers le mécanisme d'emprunt de terminologies et d'imaginaire mobilisateur.

## **II) L'attelage du mouvement de l'ISR aux mouvements de la RSE et du développement durable**

Nous empruntons ici le concept d'attelage à Cochoy et à Lachèze, cette dernière l'ayant notamment utilisé pour analyser les liens entre le mouvement du commerce équitable et de la consommation engagée<sup>38</sup>.

Ce concept désigne le mécanisme par lequel les acteurs déterminés à réaliser un projet personnel comprennent qu'ils pourront atteindre leur objectif encore plus vite en s'arrimant à la progression conjointe d'autres acteurs engagés dans une entreprise voisine. Il semble donc ici important de se pencher quelques instants sur ces deux entreprises majeures voisines auxquels les acteurs de l'ISR se rattachent lors des années 90. Nous commencerons ici par celles de la responsabilité sociale avant de nous intéresser à celle du développement durable.

### **1) La responsabilité sociale des entreprises (RSE): Des milieux académiques nord américains aux instances managériales internationales**

Même si certains chercheurs notamment en France, font l'hypothèse que les premières formes de responsabilité sociale peuvent se retrouver dans le paternalisme des capitaines d'industrie du dix-neuvième siècle<sup>39</sup>, les chercheurs en Science de gestion<sup>40</sup>, très actifs sur ce champ d'investigation, semblent s'accorder sur le fait que le concept de responsabilité sociale a pris naissance et s'est d'abord déployé en Amérique du Nord.

Dans les années cinquante, un premier courant qualifié de « Business Ethics »<sup>41</sup>, tout en n'aboutissant pas à un véritable consensus sur la définition à donner au terme de RSE, affirme l'idée que le profit financier ne peut être l'objectif unique de l'entreprise et que celle-ci est dotée d'une responsabilité sociétale qui découle de sa responsabilité morale. Dans ce

---

<sup>38</sup> Cochoy, F, 1999, *Une histoire du marketing*, Paris, La Découverte, p120 et

Lachèze, A, 2005, « La consommation responsable, un nouvel appui pour le commerce équitable », in *Pour une « autre » consommation, Sens et émergence d'une consommation politique*, Coll Consommations et Sociétés Harmattan, Paris.

<sup>39</sup> Ballet Jérôme, De Bry Françoise, 2001, *L'entreprise et l'éthique*, Edition du Seuil, Paris.

<sup>40</sup> Matten Dirk, Moon Jeremy, 2004, « RSE implicite et explicite : un cadre conceptuel pour comprendre le développement de la RSE en Europe », papier présenté au Colloque EGOS, 3 et 4 juin 2004, Ljubljana.

<sup>41</sup> Comme le note Dejean, op.cit p21, il est difficile de construire une définition théorique unique de la responsabilité sociale en raison de la multiplicité d'analyse et des catégories conceptuelles. Notre ambition ici est plus modeste, il s'agit de retracer la trajectoire de la diffusion de ce concept. Ici comme Dejean, nous empruntons à Gendron sa typologie sur les courants académiques et économiques ayant déployé le concept de RSE, voir Gendron, Corinne, 2000, « Enjeux sociaux et représentations de l'entreprise », *Revue du MAUSS, Ethique et économie, l'impossible (re)mariage ?* n°15, premier semestre, pp 320-326.

courant qui se rattache aujourd'hui au mouvement de l'Éthique des Affaires, ce sont donc les concepts de Morale et d'Éthique qui sont au centre du questionnement et de l'action. Or, on retrouve ces préoccupations d'ordre éthique dans les premières manifestations d'ISR aux Etats-Unis où la question clef est de mettre en accord ses valeurs morales avec ses choix de placements financiers.

A partir des années soixante, avec l'essor du fordisme, ces considérations morales et philanthropiques ne paraissent plus aussi centrales aux promoteurs académiques de la RSE. De vives controverses éclatent alors entre ces tenants d'une responsabilité sociale qui affirment progressivement l'existence d'un contrat entre la société et les entreprises tenant compte de l'environnement social voire écologique des firmes et les partisans de la main invisible et du marché considérés seuls même d'assurer l'équilibre économique et l'optimum social.

Ainsi Milton Friedman, une des plus grandes figures de la théorie néoclassique, écrit le 13 septembre 1970 : « La responsabilité sociale de l'entreprise est d'accroître ses profits donc d'utiliser ses ressources et de s'engager dans des activités destinées à accroître ses profits, pour autant qu'elle respecte les règles du jeu, c'est à dire celles d'une compétition ouverte, libre et sans duperie ou fraude. ». Dans cette théorie, l'entreprise se réduit à une fonction de production et ne peut donc pas porter de responsabilité, apanage des personnes physiques. A leur tour, les dirigeants d'entreprises ne sont que les agents d'une fonction de production et ne peuvent avoir de responsabilité. L'évocation même d'une responsabilité sociale qui incomberait à l'entreprise revêt une connotation subversive, puisque au nom de cette responsabilité, ces dirigeants seraient tentés de consacrer une partie de leur effort à d'autre fin que la maximisation du profit au bénéfice des entreprises. Certains partisans de la théorie néo-classique vont plus loin en affirmant que l'aspect nécessairement moral contenu dans l'idée de responsabilité sociale n'a aucune place dans le monde des affaires qui n'obéit qu'à la loi du profit.

Malgré ces critiques tenues par les acteurs du modèle dominant des sciences économiques, les chercheurs et notamment les chercheurs en management continuent de creuser le sillon. Dans le courant des années 1980, le courant de la RSE s'institutionnalise progressivement dans les débats académiques et les discours managériaux.

A côté du courant « Business ethics », le courant « Business and Society » s'installe. Doté aujourd'hui d'une revue réputée dans la recherche en Sciences de la Gestion, le postulat principal de ce courant est que l'entreprise est une institution sociale créée par la société

envers laquelle elle est redevable et qui peut mettre fin à ses activités si elles sont inappropriées.

Un troisième courant dit du « *social issues management* » reprend les conceptions des deux écoles précédemment évoquées pour en proposer une interprétation managériale. Il met notamment en avant l'idée que la gestion des questions sociales et politiques peut permettre à l'entreprise d'améliorer sa performance économique.

Cette conception élargie de la mission de l'entreprise partagée par ces différents courants aboutit notamment à l'élaboration de la théorie des parties prenantes (en anglais *stakeholder theory*). Le terme « stakeholder » désigne généralement l'ensemble des agents qui affectent l'activité économique de l'entreprise : actionnaires, collaborateurs, clients, fournisseurs, concurrents, sociétés civiles. La théorie des parties prenantes propose dès lors une vision systémique des rapports que l'entreprise entretient avec son environnement social et naturel. En effet, alors que dans la théorie néo-classique, les seules parties prenantes sont les actionnaires uniquement concernés par l'accroissement du profit, la théorie des parties prenantes les insèrent dans un groupe plus large d'intervenants sans définir clairement un ordre de priorité. En conséquence, la responsabilité des dirigeants est de maintenir un équilibre entre ces différents groupes composés d'acteurs externes et internes à l'entreprise. Or cette recherche d'équilibre- c'est là que la théorie des parties prenantes déployée par le courant « *social issue management* » évacue la question morale qui constitue un épineux problème pour l'économie- n'est ni gratuite ni morale, mais stratégique. En effet, selon cette approche systémique, les interactions des parties prenantes entre elles affectent directement les résultats financiers de l'entreprise.

En Europe, comme pour le mouvement de l'investissement socialement responsable, l'intérêt pour le concept de la RSE se manifeste de manière affirmée dans les milieux académiques et économiques dans le courant des années quatre-vingt dix.

En 1996, un des indicateurs les plus importants de cette adhésion au concept de la RSE en Europe est la création du réseau « *Corporate Social Responsibility Europe* » composé de 60 entreprises membres de 16 pays différents. Le réseau anglais « *British Business in the Community* » est identifié comme le plus puissant de ces réseaux nationaux avec plus de 700 firmes représentant pas moins de 20% de l'ensemble des entreprises anglaises privées. Simultanément, des organisations de consultants, commencent à s'organiser pour diffuser de l'information sur la RSE et offrir des services aux entreprises. Les entreprises se mettent à

réfléchir en interne sur le concept et son déploiement alors que les grandes écoles et les universités commencent à ouvrir des cursus et à consacrer des articles à cette question<sup>42</sup>.

Dans les années 2000, les événements se précipitent notamment avec l'implication de la communauté européenne sur la thématique de la RSE avec la mise en place d'une consultation intitulé « Promouvoir un cadre européen pour la RSE ». L'objectif de ce projet est de lancer le débat sur la manière dont l'Union européenne pourrait promouvoir la RSE au niveau européen mais aussi international pour que les valeurs se traduisent en action. Dans l'ensemble des pays européens et plus largement des pays développés occidentalisés le concept et le mouvement de la RSE s'institutionnalise et se renforce par un attelage au concept de développement durable qui connaît une diffusion forte à cette époque. En France, par exemple, la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (loi NRE) stipule que les entreprises doivent mettre à disposition des éléments de reporting sur les problématiques sociales et environnementales qui s'inscrivent dans les préoccupations émergentes et croisées des concepts mobilisateurs de la RSE et du développement durable.

Tant et si bien que pour certains observateurs critiques comme les journalistes de « *The Economist* »<sup>43</sup>, les tenants de la RSE ont véritablement réussi à imposer leur vision de l'entreprise et de sa responsabilité élargie notamment en s'appuyant sur le concept de développement durable. Ces observateurs, tout en critiquant cette montée en puissance, l'entérine.

Les auteurs du dossier en question épinglent la montée d'une culpabilité atteignant jusqu'aux dirigeants d'entreprises qui amènent ces derniers à s'emparer de la critique portée traditionnellement par les mouvements associatifs et activistes sur le caractère prédateur et nocif du capitalisme. Ces dirigeants n'auraient alors de cesse que d'affirmer leur volonté de réformer cet état des lieux par les initiatives volontaires et même pour les plus engagés par la réglementation. Les paradoxes de la digestion de la critique par l'esprit du capitalisme sont bien décrites mais s'associent toutefois à une critique de la RSE qui se contente finalement de reprendre les arguments déjà formulés dans les années soixante-dix par les milieux académiques néo-classiques.

---

<sup>42</sup> On peut ici noter la création en France dans le courant 2005 de la *Revue de l'Organisation Responsable* qui propose aux entreprises, aux organisations professionnelles, aux marchés financiers et aux ONG de leur fournir des données sur le mouvement de la RSE mais aussi sur celui du développement durable qui démontre ici le rapprochement fait par certains de ces deux concepts aux historiques de départ différencié.

<sup>43</sup> *The Economist*, 2005, "A survey of corporate social responsibility", 22 janvier 2005, p3-18.

Pour les auteurs du dossier, même si on ne peut nier que le mouvement de la RSE a su s'emparer de problématiques sociales et environnementales souvent préoccupantes, la seule vraie responsabilité de l'entreprise reste l'atteinte du profit financier comme l'atteste la dernière sentence du dernier article : « Le seul business du business est le business, il n'y a pas à s'excuser la dessus ».

Or ici, les auteurs réfutent l'idée que toutes les initiatives de RSE, à l'inverse de ce que prétendraient les promoteurs du mouvement, sont automatiquement pourvoyeuses de profit et servent automatiquement l'intérêt général. Ici est remise en question, par exemple, la pertinence du traitement des déchets par les entreprises car cette activité est identifiée comme peu utile au profit de l'entreprise. La protection des salariés des sous-traitants installés dans les pays du Tiers Monde défendue par certaines ONG, serait dangereuse car sous des dehors bénéfiques elle empêcherait, selon les auteurs, en entravant les ressorts de la libre concurrence, la montée du niveau de vie progressive de ses peuples grâce aux mécanismes du marché. Une allusion directe est faite alors à Adam Smith dans le but de dénoncer les dangers de l'altruisme, souvent simple alibi utilisé pour entraver la bonne marche de la concurrence libre et partant les bienfaits de la main invisible qui doit seule permettre l'atteinte de l'intérêt général.

Par ailleurs, il est énoncé que les seules parties prenantes, auxquelles l'entreprise doit rendre des comptes, sont les propriétaires de l'entreprise, c'est-à-dire les actionnaires. Les autres parties prenantes peuvent être prises en compte mais l'entreprise n'a pas vraiment de compte à leur rendre.

Une autre critique déjà formulée par les partisans de « la main du gouvernement » de J.K. Galbraith dans les années soixante-dix est le respect des champs de prérogatives de chacun<sup>44</sup>. Les entreprises n'ont pas et ne peuvent pas se préoccuper de l'intérêt général car leur seule fin est l'accumulation du profit. C'est donc aux gouvernements et aux pouvoirs publics internationaux de se préoccuper de diriger les intérêts privés vers l'atteinte de l'intérêt général.

Le dossier publié par « *The Economist* » fait grand bruit dans la communauté des promoteurs de la RSE et même de l'ISR qui expriment notamment leur désaccord par le biais de tribunes électroniques<sup>45</sup>. La facture générale de ces interventions est de constater le

---

<sup>44</sup> Ballet Jérôme, De Bry Françoise, 2001, *L'entreprise et l'éthique*, Edition du Seuil, Paris, p184.

<sup>45</sup> Lettre de Sir Geoffrey Chandler, fondateur du Business Group d'Amnesty International UK, adressée à "The Economist" et débat sur le site Ethical Corporation ([www.ethicalcorp.com](http://www.ethicalcorp.com))

caractère daté de la critique qui s'illustre par une vision angélique du marché et d'une définition naïve de la RSE. Les tenants de la RSE précisent que leur souci n'est pas comme semblent le suggérer les auteurs du dossier que l'entreprise se fasse le garant du bien par une action éthique et philanthropique extérieure à son cœur d'activité mais que l'entreprise, en exerçant son activité, prenne la responsabilité de la mener à bien sans démultiplier les dommages collatéraux et sociaux consécutifs à cette activité.

Le débat fait de nouveau rage sur le périmètre de la responsabilité des entreprises dans un régime économique capitaliste. Si le débat est toujours le même, les forces en présence sont légèrement différentes. Les tenants de la RSE sont bien entrés dans les entreprises puisque les dirigeants de ces structures se sont véritablement emparés de ces thématiques.

Ceci démontre de notre point de vue de cette capacité, sans cesse renouvelée, de l'esprit du capitalisme à digérer la critique qui lui est faite pour la reformuler et proposer de nouveaux dispositifs de justice<sup>46</sup> dont l'imaginaire mobilisateur de la RSE colonisé par les directions d'entreprise va faire partie comme celui du développement durable dont les origines de départ sont pourtant bien différentes.

## **2) Le développement durable : du monde des pouvoirs publics internationaux à celui des entreprises**

Revenons maintenant sur le concept de développement durable qui lui aussi a permis la mise au point d'un imaginaire peut-être aujourd'hui encore plus mobilisateur et surtout plus protéiforme que celui de la RSE.

Pour Brunel<sup>47</sup>, le succès de la notion de développement durable est à relier au déclin de la notion de développement et à l'intérêt des questions qui vont être progressivement posées par les tenants du développement durable.

Le concept de développement, très présent dans les trente Glorieuses, décline après l'arrêt de la guerre froide à la fin des années quatre-vingt. Les théories du développement sont alors remises en question par des acteurs aux intérêts très divergents mais dont l'objectif partagé est d'enterrer ces théories en raison de leur prétendue inefficacité. Les Etats, désireux, malgré des belles déclarations de principes de minimiser leur soutien financier à l'aide au développement qui est bien moins stratégique dans un monde où la menace communiste ne pèse plus, sont loin d'être hostiles aux arguments idéologiques des nouveaux Tiers-mondistes

---

<sup>46</sup> Boltanski Luc, Chiapello Eve, 1996, *Le Nouvel Esprit du Capitalisme*, Gallimard, Paris.

<sup>47</sup> Brunel, Sylvie, 2004, *Le développement durable*, Editions Que Sais-je, Collection PUF, Paris

qui réfutent l'idée que l'Occident peut dicter à ces pays ses propres critères de développement et remettent en question l'efficacité réelle des politiques de l'aide au développement.

Parallèlement, c'est aussi à la fin des trente Glorieuses, période de forte croissance économique et de plein emploi que se lancent les premières réflexions sur le développement durable. Ses premiers théoriciens s'inscrivent à contre courant d'une vision de la croissance économique fondée sur une logique de production sans cesse accrue de richesse et d'un prélèvement massif sur la nature et les ressources.

En 1968, c'est au sein d'une instance internationale, l'Unesco, qu'est lancée l'idée d'un développement écologiquement viable lors d'une conférence sur la biosphère. En juin 1972, à Stockholm, la première conférence mondiale des Nations Unies sur l'environnement se clôt par une déclaration introduisant la notion d'éco-développement créée par l'économiste Ignacy Sachs. Pour ce dernier, le concept d'éco-développement implique une hiérarchie des objectifs : « d'abord le social, ensuite l'environnement et enfin seulement la recherche de la viabilité économique. La croissance ne doit pas devenir un but premier mais rester un instrument au service des solidarités entre les générations précédentes et celles à venir »<sup>48</sup>. La même année, le club de Rome, association d'économistes et de scientifiques fondée en 1968, publie un rapport diffusé à 12 millions d'exemplaires et traduit en 30 langues, le rapport Meadows, intitulé « *Halte à la croissance* ». Il prône la « croissance zéro » de l'économie et de la démographie humaine afin de préserver les ressources limitées de la planète. Il annonce notamment l'épuisement des réserves de pétrole pour 1992 et celle de gaz en 1994. Toujours en 1972, est créé le Programme des Nations Unies pour l'environnement (PNUE).

Mais à l'époque, l'ensemble de ces messages et notamment ceux de Stockholm sont largement engloutis par les préoccupations économiques des deux décennies suivantes avec l'entrée dans la crise de la croissance et de l'emploi en Occident. Toutefois dans les années quatre-vingt, la multiplication des catastrophes industrielles<sup>49</sup> (naufrage de l'Amoco Cadiz en 1978, émanation de dioxine à Seveso en Italie en 1979, incident nucléaire à Three Miles Island aux Etats-Unis la même année, explosion de l'usine de pesticide Union Carbide à Bhopal, Inde en 1984 et en 1986 de la centrale nucléaire de Tchernobyl en Ukraine) ancrent les mouvements écologistes dans leur conviction que la planète est menacée par le

---

<sup>48</sup> Courrier de la Planète, « Entretien avec Ignacy Sachs », n°68, juin 2002.

<sup>49</sup> Lagadec, Patrick, 1981, *La civilisation du risque, catastrophes technologiques et responsabilité sociale*, Edition du Seuil, Paris.



productivisme à outrance. Ces désastres à la fois humains et écologiques commencent aussi à marquer les opinions publiques.

Les Nations Unies s'emparent alors à nouveau de la problématique. Elles commandent dans le cadre de « Stockholm plus 10 » un rapport sur l'éco-développement et créent à cette fin une commission. Celle-ci voit le jour en 1984. Sa présidence est confiée à la ministre norvégienne de l'environnement Gro Harlem Brundtland.

En 1986, le terme « sustainable development » apparaît pour la première fois dans le « Programme Communautaire de politique et d'action pour l'environnement et le développement durable » défini par l'Acte Unique Européen. L'année suivante, il est popularisé avec la publication du rapport de la Commission Mondiale sur l'environnement et le Développement des Nations intitulé « Notre avenir à tous », plus connu sous le nom de rapport Brundtland.

Pour faire un point sur le vocabulaire, il faut souligner que le rapport original en anglais parle de « sustainable development », expression dont la première traduction sera « développement soutenable ». Cependant cette première traduction sera supplantée en France par le terme de développement durable sans que l'autre terme ne soit totalement abandonné.

Marqué par la globalisation des risques de pollution et des risques environnementaux, le rapport est essentiellement composé d'un inventaire exhaustif des problèmes qui menacent l'équilibre écologique de la planète : déforestation, dégradation des sols, effet de serre, élargissement du trou d'ozone... Ce constat amène les rédacteurs du rapport à la question de la conciliation des modes de productions propres à nos sociétés industrielles avec le respect de la nature et de l'équité. La solution proposée alors par la Commission se trouve dans la notion de « sustainable development » :

« Le développement soutenable est un développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre les capacités des générations futures de répondre aux leurs. Deux concepts sont inhérents à cette notion : le concept de besoins et plus particulièrement les besoins essentiels des plus démunis, à qui il convient de donner la plus grande priorité et l'idée des limitations que l'état de nos techniques et de notre organisation sociale impose sur la capacité de l'environnement à répondre aux besoins actuels et à venir.[...] Au sens le plus large, le développement soutenable vise à favoriser un état d'harmonie entre les être humains et entre l'homme et la nature. »

**Rapport Brundtland, Chapitre. II**

Le rapport Brundtland trace ici une rupture forte, qui à l'inverse de ce que nous avons constaté jusqu'ici, prend essentiellement ses racines sur le continent européen et non pas en Amérique du Nord. En effet, même s'il s'agit d'une commission internationale qui met sur orbite le terme, l'Europe est la première à s'emparer d'un concept. De plus la commission est

menée par une personnalité européenne : la ministre norvégienne Gro Harlem Brundtland. L'hostilité ouverte d'une frange des Etats-Unis pour ce concept, remettant en question le mode de vie des américains mais aussi d'une grande partie des pays du Sud interprétant, eux, son émergence comme une tentative de freiner leur propre développement industriel, en font un imaginaire mobilisateur se propageant essentiellement sur le continent européen.

Il est de plus fortement centré sur la question environnementale. En effet, pour Sylvie Brunel<sup>50</sup>, s'il affirme la nécessité de rétablir l'équité sociale par le partage de la croissance mondiale avec les plus défavorisés et la réduction des inégalités, ce sont avant tout les préoccupations écologiques qui s'imposent.

Grâce à ce rapport, deux idées fortes de l'écologie font ainsi leur entrée officielle sur la scène internationale. La première priorité est de préserver la planète : il faut donc adopter des modes de production plus respectueux de l'environnement. Le mode de vie et de consommation de l'Occident ne peut pas être étendu au reste du monde sans menacer gravement l'avenir de la terre.

A la suite de ce rapport a lieu en 1992 la conférence de Rio nommée « Sommet de la Terre ». Ce sommet est composé de deux conférences : une officielle et une officieuse. Cette dernière est organisée par les ONG et porte le nom de « Forum Global ». Les organisations non gouvernementales, grâce au sommet de Rio, font une entrée remarquée sur la scène internationale en se concentrant notamment sur la question du changement climatique, ce qui a le don de ne pas plaire aux pays du Sud qui voient, dans l'émergence de ces préoccupations environnementales en Occident, une menace pour leur propre développement industriel. Lors de la conférence officielle, plus de 150 nations élaborent un programme commun pour le 21<sup>ème</sup> siècle connu sous le nom d'Agenda 21. Ce texte souligne la nécessité de définir des priorités, des indicateurs et des règles internationales et s'articule autour de 4 pôles majeurs et interdépendants : l'économie, l'environnement, le social et l'éthique. Ce texte incite en France la création de la Commission nationale du développement durable en 1993 (CNDD) et du Comité 21 en 1995 qui sont à l'origine de « la Charte des Entreprises publiques pour le développement durable » signée en 1999 par les présidents de 8 entreprises publiques. Quant à la réunion des ONG, elle donne naissance à un ouvrage « Changing Course » qui fait l'inventaire d'une quarantaine de cas démontrant que l'intégration des contraintes environnementales peut générer du profit.

---

<sup>50</sup> Brunel Sylvie, op.cit, p46

A partir de ce moment, les conférences mondiales s'enlisent et les déclarations d'intention ont du mal à se concrétiser dans les pratiques concrètes. Les trois seules questions sur lesquelles Rio aboutit à des conventions internationales sont le réchauffement climatique, la biodiversité et la désertification. Le trépied prétendument harmonieux du développement durable s'avère un peu déséquilibré car chacune des organisations impliquées notamment les différents organismes des Nations Unies, sont, par vocation ou par mandat, tournées plus vers un domaine que vers un autre. Par exemple, non seulement le BIT ou la CNUCED ne travaillent pas avec le FMI ou la Banque Mondiale mais ils en dénoncent les politiques tandis que le PNUE mène de son côté des programmes dans la logique de son mandat : préserver l'environnement. Les ONG sont essentiellement concentrées sur les dimensions environnementales alors que les institutions financières internationales se préoccupent uniquement de l'aspect économique. Parallèlement l'altermondialisme, qui se structure au tournant du 21 siècle, procède à une attaque en règle des institutions financières internationales coupables selon ces mouvements d'engendrer des désastres sociaux à répétition par l'application méthodique et aveugle des recettes du libéralisme, rebaptisé pour l'occasion néo-libéralisme. Même si la nébuleuse de l'altermondialisme est complexe, le mouvement dans son ensemble s'intéresse lui essentiellement au trépied social de la trilogie du développement durable. Il en résulte des préoccupations contradictoires voire antagonistes qui peuvent donner lieu à des affrontements et à des négociations sans fin au niveau local comme international, faute d'instance d'arbitrage et d'institutions de régulations et de gouvernance mondiale<sup>51</sup>.

Face à une certaine forme de sur place de la société civile et des instances internationales, c'est plutôt du côté des multinationales privées que les choses se mettent à évoluer très rapidement. En effet, celles-ci, comme Nike ou Shell, récoltent la colère des ONG et des mouvements anti-mondialisation. Ces multinationales prennent alors conscience de la puissance des lobbies qui prônent l'émergence d'une autre mondialisation et voient dans le concept de développement durable une façon de répondre à la critique. A partir de 1999, les plus avancées commencent à adhérer au programme du «Pacte Mondial»<sup>52</sup>, code de conduite des Nations Unies, par lequel elles s'engagent à respecter neuf principes en matière d'environnement, de droit du travail et de droits de l'homme.

---

<sup>51</sup> Brunel Sylvie, op.cit p53

<sup>52</sup> Global Compact en anglais (voir glossaire).

La fin de la décennie quatre vingt dix est marquée par la production de rapports de développement durable par plus de 200 entreprises. En France, la loi NRE oblige les entreprises cotées en Bourse à inclure dans leur exercice de reporting annuel des éléments sur les conséquences sociales et environnementales de leur activité. Les pionnières du développement durable comme Lafarge sont alors rejointes par un nombre de plus en plus croissant d'entreprises privées dans cet exercice de rédaction de ce qui va communément s'appeler « le rapport développement durable ». L'année 2002 est marquée par leur participation massive, du 26 août au 4 septembre 2002, au sommet mondial du développement durable à Johannesburg, dix ans après le sommet de Rio. Alors que le sommet est plutôt un échec en terme de bilans, les entreprises privées font leur entrée en force sur le champ comme cela avait été le cas pour les ONG dix ans auparavant.

Petit à petit, les entreprises ont appris à communiquer sur ce thème et ceci de manière exponentielle. Elles s'emparent alors du concept mais en le transformant légèrement dans le sens de leur intérêt. Pour se défendre de la diabolisation de leur vocation économique qui, pour leurs détracteurs, entraînent de forts dommages collatéraux sur le plan social et environnemental, les directions de ces groupes s'approprient le concept de développement soutenable qui leur permet d'intégrer harmonieusement le volet économique dans un triptyque harmonieux où la recherche du profit peut se conjuguer avec respect de l'environnement, du social. Dès lors, le développement durable se définit de façon générique comme la capacité des générations présentes à satisfaire leurs besoins en permettant aux générations futures de satisfaire les leurs par l'adoption d'un modèle de croissance économique conciliant le respect de l'environnement, l'équité sociale et la rentabilité économique.

Très vite, cet imaginaire mobilisateur séduisant va plus loin en se ralliant ainsi à la conceptualisation de la RSE par le courant du « social issue management » : Les entreprises les plus soucieuses de l'alliance harmonieuse de l'économie, du social et de l'environnement voire de l'éthique seront peut-être à terme, grâce à leur inscription dans le développement durable, les plus performantes et donc les plus attractives financièrement sur le long terme. La théorie des parties prenantes propre au mouvement de la RSE, le triptyque harmonieux entre économique, social et environnement se mêlent alors chez les professionnels, dans les espaces médiatiques et l'opinion publique dans un même ensemble conceptuel et référentiel.

### **3) L'ISR : de l'approche morale à l'attelage aux mouvements de la RSE et du développement durable**

Si l'ISR avant la fin des années 1990 se rattache aux courants de réflexion morale et éthique sur la Finance et l'Economie porté par des milieux religieux, il s'attelle très vite à la RSE et le développement durable à la fois en Europe et aux Etats-Unis.

ISR, RSE et développement durable se rejoignent alors très largement dans un même imaginaire mobilisateur qui se distingue par la croyance que performance financière sociale, environnementale, économique, éthique peuvent être obtenues de manière harmonieuse sans qu'aucune des dimensions ne soient négligée.

Sont alors créés par certains promoteurs européens (scandinaves, belges et suisses principalement) de l'ISR, les concepts d'investissement « best in class » et de « triple bottom line ». Le terme « best in class » signale le fait que ces investisseurs choisissent de placer leur argent, avec l'espoir d'une plus value financière, sur les entreprises qui sont les meilleures de la classe en développement durable, ou encore sur celles qui sont capables de s'aligner sur les trois piliers (triple bottom line) de la performance d'une entreprise : l'économique, le social et l'environnement. Les pratiques de filtrage des entreprises et d'activisme actionnarial sont de plus en plus souvent menées au nom du respect des principes de la RSE et du développement durable, chacun de ces concepts ayant une influence plus ou moins forte selon les pays concernés.

L'adhésion de plus en plus massive des entreprises et des acteurs de la Finance à ces concepts certes distincts, mais faisant partie du même imaginaire mobilisateur, qu'il s'agisse d'une adhésion de façade ou réelle, devient leur meilleure arme de défense contre les attaques portées par les ONG sur les thèmes sociaux et environnementaux. Ces différents groupes d'intérêt peuvent alors entrer dans un processus de dialogue reposant sur le partage d'un langage commun autour des notions de développement durable, de RSE et d'ISR. En revanche, les acteurs les plus radicaux de l'alter mondialisation font montre de la plus grande suspicion envers les concepts de RSE et d'ISR, certes élaborés dans les milieux managériaux, mais aussi pour celui du développement durable élaborés par les pouvoirs publics internationaux. A ce dernier, et ceci dans la droite lignée du Rapport Meadow, certains préfèrent le concept de décroissance. Ils argumentent que le développement durable est devenu aujourd'hui une rhétorique rassurante mais dangereuse car elle permet aux économies capitalistes occidentales de continuer leur marche à la productivité effrénée en s'étant débarrassées de toute forme de culpabilité. Ils reviennent alors à une critique acerbe de la

société de consommation et préconisent la modification des modes de vie des sociétés occidentales que les sociétés des pays en voie de développement doivent éviter à tout prix de suivre<sup>53</sup>. Il est intéressant de souligner que les pourfendeurs du développement dans les années soixante-dix sont aujourd'hui les chefs de file du mouvement de la décroissance. Ce mouvement reste cependant marginal.

**La RSE élaborée, mise en application par les sciences du management et portée par un certain nombres d'entreprises et d'associations professionnelles et le développement durable, concept qui au terme d'une longue incubation au sein des instances internationales, est l'objet d'une véritable réappropriation par les acteurs de l'ISR, ceux ayant finalement peu conceptualisé les préoccupations morales, sociales et environnementales au nom desquelles ils passaient à l'action dans leur choix d'investissement. Le trait d'union entre ces différents concepts et mouvement est le choix d'élargir le périmètre de la responsabilité de l'entreprise à des questions qui dépassent le strict cadre financier.**

**Aujourd'hui l'ISR, par la fixation de sa terminologie, par la philosophie générale adoptée par ces promoteurs aux Etats-Unis et en Europe s'insère dans un espace plus vaste comprenant les entreprises voisines et parfois plus mobilisatrices et « englobantes » de la RSE et du développement durable.**

---

<sup>53</sup> Ferrando y Puig, J, 2002, *La constellation alternative de la consommation : association, militants et projets*, mémoire de DEA de Sociologie, Université René Descartes, Paris 5

### **III) Quand les agences calculatrices font surgir le marché de l'ISR**

Après ces premières précisions sur la terminologie et les entreprises voisines de l'ISR, il convient de s'intéresser maintenant aux agences calculatrices et aux dispositifs de calculs qu'elles mettent en place pour calculer l'ampleur du mouvement de l'investissement socialement responsable. Par le concept d'agence calculatrice, j'entends désigner en référence aux travaux menés en anthropologie sociale des sciences un centre de calcul hybride où le calcul est distribué entre humains et non humains<sup>54</sup>. Le calcul peut se décomposer en trois étapes :

- Le détachement des entités prises en compte pour les placer dans un espace unique pouvant être très divers (facture, échiquier, usine, écran de négociation, mémoire d'ordinateur, chariot de supermarché...)
- Le processus d'association de ces entités entraînant leurs manipulations et leurs transformations parfois au sens mécanique du terme.
- L'extraction du résultat avec nécessité de dégager une nouvelle entité (somme, liste ordonnée, évaluation, choix binaire) qui donne la possibilité au résultat de quitter l'espace de calcul et de circuler ailleurs d'une façon acceptable sans transporter tout l'appareillage de calcul avec elle.

Les agences calculatrices ne disposent pas toutes de la même puissance calculatrice. Par exemple dans un supermarché, l'agence calculatrice de la direction du supermarché sera infiniment plus puissante que celle de l'enfant de cinq ans se promenant dans le dit supermarché. Il peut donc y avoir des inégalités d'équipements de calcul et des asymétries d'information. Par ailleurs, il peut arriver que les agences calculatrices se confrontent car elles ne sont pas d'accord sur le périmètre de ce qui doit être calculé et la manière de le calculer.

Les agences calculatrices qui nous intéressent ici sont de type très rudimentaires si on les compare à celles qui peuvent être développées traditionnellement par l'offre (grande

---

<sup>54</sup> Callon Michel, Muniesa Fabian, 2003, « Les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul », *Réseaux*, France Télécom Recherche et Développement, Hermès Sciences Publication.

distribution, professionnels de la Finance) où inversement assez sophistiquées s'il s'agit de les comparer avec celles dont peuvent disposer spontanément le consommateur ou l'épargnant.

Ces agences calculatrices sont le fait d'intermédiaires informationnels qui œuvrent dans le champ de l'ISR. On ne peut donc pas considérer que ces intermédiaires font partie intrinsèque de l'offre car ils ne vendent pas et ne tirent pas un profit monétaire direct de la vente de produits financiers dit ISR mais ils ne sont pas non plus constitutifs de la demande, même d'une demande organisée en collectif d'épargnants.

Il s'agit donc de structures qui se posent à la fois en observateurs et promoteurs de l'ISR. Leur objectif est de faire connaître l'ISR et notamment dans les espaces médiatiques. Or, pour mener à bien cette mission, il se révèle vite nécessaire, notamment en raison de la confiance portée dans les chiffres et les statistiques dans les sociétés occidentales capitalistes<sup>55</sup>, de pouvoir définir la quantité précise d'argent investie de façon socialement responsables sur les marchés boursiers.

Etre capable de donner avec un degré suffisant de précision scientifique cette information est stratégique pour ces intermédiaires qui s'attachent à créer ces agences calculatrices. Cela leur permet de faire exister le mouvement de l'ISR auprès de l'opinion publique et médiatique grâce à l'action de quantification et la production finale de chiffres. Cette entreprise de calcul se révèle aussi clef pour ces intermédiaires qui créent ces agences calculatrices car ce développement d'instrument de mesure leur permet à des degrés divers de légitimer leur positionnement et leur expertise sur l'ISR<sup>56</sup>.

Ils peuvent ainsi être considérés comme des entrepreneurs institutionnels qui notamment ici par l'action de quantification mais aussi plus généralement par la création de normes, de valeurs et de références, légitiment un champ d'activité émergent tout en assurant leur propre légitimité et leur propre pouvoir sur le contexte institutionnel global<sup>57</sup>. Par cette influence directe sur les normes, les programmes d'actions et les valeurs, ces entrepreneurs institutionnels, en s'appuyant sur les valeurs d'une manière plus ou moins amoralisée, entraînent alors potentiellement un changement des normes en vigueur<sup>58</sup>.

---

<sup>55</sup> Porter, T.M., 1995, *Trust in numbers: The pursuit of objectivity in science and public life*, Princeton, Princeton University Press.

<sup>56</sup> Dejean, F, Gond, J.P., Leca, B « Measuring the unmeasured : an institutional entrepreneur strategy in an emerging industry », *Human Relations*

<sup>57</sup> Dejean, F, Gond, J.P., Leca, B, op.cit

<sup>58</sup> Gond, J.P, 2003, *La construction sociale de la responsabilité sociale de l'entreprise, Etude du cas Arese*, Mémoire de maîtrise de sociologie, Université Toulouse II.



La première agence calculatrice dans le champ de l'ISR se met en place aux Etats-Unis où les pratiques de filtrage et d'activisme actionnarial existent depuis la fin des années 60. Au milieu des années 1990, le forum de l'investissement socialement responsable américain désigné ici par le terme de US SIF<sup>59</sup>, commence à produire un rapport bisannuel sur les grandes tendances chiffrées de l'ISR. Ces premières tentatives de quantification peuvent être considérées comme un succès en termes d'extraction des résultats dans l'espace médiatique et académique car au niveau international, tous les journalistes mais aussi les chercheurs s'intéressant au domaine de l'ISR vont pouvoir écrire et ainsi diffuser à grande échelle l'idée, objectivée par les chiffres, qu'aux Etats-Unis, un dollar sur 10 est investi en ISR. Cette donnée fait passer ainsi pendant longtemps en Europe l'idée que les Etats-Unis sont les champions de l'ISR.

En Europe, où le marché se structure de manière plus tardive et accélérée, se sont d'abord les agences d'analyse et de notation extra-financières qui vont s'intéresser à la quantification du champ de l'ISR car lucratives ou non lucratives, il va aussi de leur intérêt de faire connaître à l'opinion publique et aux professionnels le mouvement et le marché de l'ISR. Avanzi, agence d'analyse et de notation extra-financières faisant partie du réseau européen d'agences extra-financières, appelé le SIRI Group produit annuellement depuis trois ans un bilan du marché de l'ISR européen sur la gestion collective.

Parallèlement, des structures similaires au Forum pour l'Investissement Social américain, se structurent progressivement dans chaque pays mais aucune d'entre elles n'émet de rapport similaire à celui produit par leur confrère américain. Toutefois, en 2003, le Forum Européen pour l'investissement socialement responsable (EUROSIF), fonctionnant essentiellement sur les subventions européennes et installé à Paris, dont la mission officielle est de créer des synergies entre les pratiques ISR des différents pays européens, produit un rapport de quantification du marché en s'appuyant sur les expertises disponibles dans les différents pays.

En France, cette activité de calcul a été progressivement prise en charge par Novethic sous des modalités assez différentes de celles proposées par les autres entrepreneurs institutionnels mentionnés.

Pour bien saisir la construction de ces agences calculatrices, il paraît pertinent de s'arrêter de manière plus approfondie sur le cas américain, puis sur le cas de deux agences calculatrices concentrées sur le niveau européen et finalement sur le cas français que je

---

<sup>59</sup> United States Social Investment Forum

connais très bien ayant participé directement à la construction de l'agence calculatrice mise en place par cette organisation.

### **1) Le cas américain : Comment la quantification devient un outil stratégique aux mains d'un entrepreneur institutionnel pour légitimer le champ de l'ISR**

Une agence calculatrice est constituée de moyens humains et non humains dont le couplage permet grâce à la mise en place d'une puissance de calcul de produire des chiffres et éventuellement des éléments plus qualitatifs de jugements. L'agence calculatrice qui nous intéresse est formée par les membres humains du US SIF et des dispositifs de calcul qui vont être créés pour procéder au calcul du marché ISR aux Etats-Unis. Son objectif est de pouvoir offrir un ordre du monde précis se matérialisant par exemple par une feuille de calcul, un emballage, et dans le cas étudié ici par un rapport de synthèse sur support papier ou électronique.

La mise en place de cette puissance calculatrice se matérialise à partir de 1995 par la production de rapports bisannuels intitulés « Rapport sur les grandes tendances de l'ISR aux Etats-Unis »<sup>60</sup>. Pour saisir la constitution progressive de l'agence calculatrice, j'ai procédé à une analyse transversale des rapports des années 1995, 1997, 1999, 2001 et 2003 qui permet d'analyser la puissance de calcul et l'ordre du monde proposé par les choix de calcul faits par l'entrepreneur institutionnel que constitue l'US SIF.

#### **A) Le rapport de 1995 : Stratégie de défense et construction des conditions de la calculabilité**

La décision de mettre en place cette agence calculatrice en 1995 résulte d'un besoin de défense des membres du mouvement de l'ISR. A cette époque aux Etats-Unis, certains observateurs prédisent la fin du mouvement en raison de la fin de l'apartheid. En effet, dans les années 80, les pionniers de l'ISR se lancent, notamment à travers la pratique de l'activisme actionnarial dans cette lutte et arrivent par un intense lobbying à enclencher un vaste mouvement de désinvestissement des grandes entreprises multinationales travaillant en Afrique du Sud<sup>61</sup>. L'ISR étant strictement identifié par certains à ce combat, la fin de l'apartheid en 1993 et le souhait affiché de Nelson Mandela de revoir les investissements

---

<sup>60</sup> Ces rapports sont en libre consultation sur le site web de cette organisation : [www.socialinvest.org](http://www.socialinvest.org)

<sup>61</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2002, *L'investissement socialement responsable : comparaison historique et interculturelle entre la France et les Etats-Unis*, Mémoire de DEA, Université René Descartes, p35-39.

retourner en Afrique du Sud est donc interprété comme la fin du mouvement. Les pionniers de l'ISR qui ont constitué le forum de l'investissement social (US SIF) pour promouvoir cette pratique de l'ISR ne l'entendent pas de cette oreille et prennent la décision de monter une grande enquête exhaustive d'un an qui leur permettra de donner une photographie la plus précise possible des montants investis en ISR aux Etats-Unis.

#### a) Présentation générale et contributeurs

Ce premier rapport est très court, il fait environ cinq pages et ne comporte aucune représentation graphique (tableaux, graphiques) permettant de visualiser la quantification de l'ISR. Les définitions de l'ISR et de ses différentes pratiques ne sont pas explicitées. Elles sont considérées comme naturelles et acquises par les lecteurs. Il n'y a pas de précision nominative sur les auteurs qui ont participé à la production concrète du rapport. Seule une dizaine d'organisations, à priori membre membres de l'US SIF, sont citées et remerciées pour leur contribution à la production de ce rapport.

#### b) Définition de la cible de calcul et conditions pratiques de la calculabilité

Le cœur de l'action de calcul est amorcé lors de cette première phase. En effet, les contributeurs vont s'attacher à détacher les entités ayant une pratique identifiée comme ISR pour les placer dans un espace unique de calcul. Ils définissent ici alors un premier ordre pragmatique du monde: sont considérées comme ayant une pratique ISR toutes les institutions qui sont engagées de manière officielle dans au moins une des pratiques suivantes : le filtrage et l'activisme actionnarial<sup>62</sup>.

Pour le filtrage, seule la partie des investissements strictement concernée par l'ISR doit faire l'objet du calcul. Pour la quantification des encours en activisme actionnarial, sont retenues les institutions qui soutiennent des résolutions sur les questions sociales et celles ayant un comité actif qui a déterminé une politique d'engagement actionnarial. Sont exclues du dispositif de calcul toutes les institutions qui affirment faire du filtrage ou de l'activisme actionnarial mais qui ne peuvent en faire la preuve concrète et officielle.

Il s'agit alors de s'appuyer sur des sources externes pour pouvoir arriver au repérage maximal des encours des institutions qui peuvent entrer dans cet espace de calcul. D'autres

---

<sup>62</sup>Comme déjà annoncé, nous ne traitons pas ici du troisième volet de l'ISR américain, l'investissement dans les communautés qui en représente par ailleurs une part d'encours très marginale.

agences calculatrices externes sont alors mobilisées car elles ont déjà mis en place des listes et des almanachs recensant des acteurs opérant dans ce champ.

L'US SIF procède aussi à une recherche d'informations directes par contacts téléphoniques et par e-mail avec des chefs de file de l'ISR. Ce processus lui permet de détacher 182 institutions pratiquant l'ISR à hauteur de 635 milliards d'euros. Sur cette somme, le rapport précise que 473 milliards correspondent à une pratique d'activisme actionnarial mais ici les procédures d'identification et de calcul ne sont pas clairement explicitées.

En revanche, pour le filtrage, les phases du calcul sont détaillées. D'autres annuaires sont utilisés<sup>63</sup> pour repérer une liste de 800 investisseurs pouvant potentiellement avoir une pratique de filtrage d'évitement ou positif. Les membres de l'US SIF utilisent alors les services d'un institut de sondage pour construire un questionnaire et procéder à sa passation à un échantillon considéré comme représentatif composé de 100 gérants professionnels de portefeuille. Les questions portent sur le montant des fonds investis, les types de filtres utilisés, le type de clients exigeants cette forme d'investissement et le type d'investissements réalisés. La passation révèle qu'environ 20% de l'échantillon choisi ne correspondent pas aux standards définis par l'US SIF pour faire partie de la population des institutions ayant une pratique ISR. A partir des 80% restant, une projection est faite qui amène à l'estimation suivante : 674 gérants de fonds gèrent 162 millions de dollars en portefeuilles ISR filtrés. A ce stade, les auteurs du rapport soulignent que la puissance de l'agence calculatrice est encore limitée et que par conséquent on peut supposer que les sommes gérées selon des standards ISR sont sous calculés.

Pour eux, lors de cette première phase, les obstacles viennent essentiellement des cibles du calcul. Ces dernières, par manque de confiance dans les promoteurs de l'agence calculatrice mais aussi plus prosaïquement par manque de temps, échappent au calcul.

### c) Le discours déployé autour des résultats

Les premiers résultats, qui sont extraits de l'espace de calcul par l'agence calculatrice vont alors pouvoir servir pleinement l'action de légitimation de l'entrepreneur institutionnel US SIF. En effet, non seulement les chiffres lui permettent d'affirmer que la fin de l'apartheid ne sonne pas le glas du mouvement mais aussi de démontrer que les 635<sup>64</sup> milliards d'encours

---

<sup>63</sup> The Nelson's 1994 Directory of Money Managers, the membership list of the Social Investment forum

<sup>64</sup> Les 639 milliards ne comptabilisent pas ici les 4 milliards dits « d'investissement dans la communauté ».

identifiés comme ISR représentent environ 9% des 7000 milliards gérés professionnellement aux Etats-Unis si on s'en réfère, comme l'agence calculatrice de l'US SIF le fait, à la base de données Nelson pour l'année 1994<sup>65</sup>. Cette donnée est alors traduite par une formule marquante : aux Etats-Unis, un dollars sur 10 est investi sous forme ISR.

L'autre grande donnée stratégique est que 78% des institutions pratiquant l'ISR ont continué à le faire après la fin de l'apartheid. Les justifications de cette bonne santé tiennent essentiellement, si l'on suit le rapport, dans la diversité des filtres<sup>66</sup> employés par les investisseurs. En effet selon leur estimation, 90% des institutions identifiées comme pratiquant le filtrage, adoptent 3 filtres et plus. Le fait que le filtre « Afrique du Sud » n'existe plus ne peut donc plus être considéré comme un problème.

Une identification des filtres et de leur importance est alors amorcée. Ce sont les filtres traditionnels d'évitement des « sin stocks » qui raflent les 3 premières places : Tabac (86%), Alcool (73%), Armes (64%).

Malgré la place prépondérante des filtres d'évitement mesurée par le dispositif de calcul, le discours développé ici met surtout en avant l'intérêt des filtres positifs par rapport aux filtres dit du pêché car ils substituent à la simple stratégie d'évitement une volonté de récompenser les entreprises qui mettent en place des politiques plus progressistes. Les auteurs ici font allusion aux quatre autres filtres qui sont réparties de la façon suivante: Droits de l'homme (42%), Environnement (38%), Droits des animaux (24%), Droits des employés (22%).

Toutefois, rien dans l'intitulé de ces filtres ne permet d'en déduire le caractère strictement positif puisqu'ils pourraient très bien servir des stratégies d'évitement ne reposant certes plus sur un secteur d'activité mais sur des pratiques jugées non conformes. Un filtre d'exclusion du nucléaire peut être comptabilisé dans les encours du filtre environnement. Or il s'agit bien d'un filtre d'évitement. Les auteurs ici prennent position implicitement en prévoyant la mise en place de filtres plus sophistiqués que les filtres d'évitement.

Cette volonté de prévoir les tendances va être avec l'affirmation de la croissance constante de l'ISR par rapport à l'ensemble de la gestion d'actifs financiers, une des grandes caractéristiques du discours tenu par l'entrepreneur institutionnel US SIF.

---

<sup>65</sup> Cette base de données, qui est elle aussi le fait de la mise en place d'une agence calculatrice, procède au recensement aux Etats-Unis de l'ensemble des gérants de fonds et des produits financiers qu'ils proposent. Son existence ici est essentielle car elle permet ici à l'agence calculatrice de l'US SIF de comparer ses résultats à un ensemble plus large et plus légitime.

<sup>66</sup> Dans ce rapport 1995, très peu d'éléments quantifiés sont donnés sur l'activisme actionnarial qui représente toutefois avec 473 milliards la plus grande part des encours.

## **B) Le rapport 1997 : Amélioration de la puissance calculatrice et affirmation du discours de légitimation**

### **a) Présentation générale et contributeurs**

En terme de longueur, le rapport 1997 est légèrement plus long mais surtout plus structurée que le rapport 1995. Cette structuration sera conservée dans les rapports suivants. Une introduction reprend les résultats les plus accrocheurs de l'enquête, une deuxième section est consacrée au filtrage, une troisième à l'activisme actionnarial, une quatrième aux questions de méthodologie. Sur la présentation formelle apparaissent les premiers tableaux qui permettent essentiellement de synthétiser les avancées entre les chiffres du rapport 1995 et du rapport 1997. Cette comparaison de l'évolution des chiffres d'une année sur l'autre constitue, à partir de ce rapport, une des figures obligées de l'exercice d'extraction des résultats.

Les auteurs du rapport ne sont pas non plus explicitement désignés pour ce nouvel opus. Un certain nombre d'organisations, membres de l'US SIF, sont remerciées. Toutefois un responsable de projet (Patrick MacVeigh) est clairement désigné et remercié pour son travail sur le rapport.

### **b) Définition de la cible de calcul et conditions pratiques de la calculabilité**

En ce qui concerne l'identification et le détachement des entités pouvant entrer dans l'espace de calcul, l'agence calculatrice connaît des évolutions.

Sur l'activisme actionnarial, ce sont principalement les critères d'identification qui se précisent. En effet, le critère « soutien de résolution » est désormais uniquement validé si l'institution a voté pour une résolution ISR dans les trois dernières années. Par ailleurs, une institution qui vote pour ce type de résolution ou a mis en place un comité de dialogue est aussi identifiée comme pratiquant l'activisme actionnarial. Il est souligné pour la première fois que les résolutions sur le gouvernement d'entreprise ne sont pas comptabilisées. Le dispositif de comptage des encours des institutions ayant déposé des résolutions, décrit de manière assez floue en 1995, est précisé en 1997. Des listes et annuaires d'autres agences calculatrices extérieures sont utilisés : Le Livre des dépôts de résolutions (*Proxy Resolutions*

*Book*) de l'ICCR (*Interfaith Center on Corporate Responsibility*<sup>67</sup>) et la liste de vérification des résolutions d'actionnaires de l'IRRC<sup>68</sup> (*Investor Responsibility Research Center*). A partir de ces deux listes, l'agence calculatrice de l'US SIF produit sa propre liste et enquête auprès des institutions pour déterminer le montant et les caractéristiques des encours investis en activisme actionnarial.

Sur le filtrage, les standards restent les mêmes mais le processus d'identification se ramifie. A coté de la projection faite sur l'annuaire Nelson 1997 de la liste des 851 gérants d'actifs qui déclarent utiliser un filtre extra-financier, un travail de calcul est fait à partir d'un autre recensement Nelson datant de 1996 sur les institutions proposant des plans de retraites et déclarant avoir des critères ISR. Parallèlement, un travail de recensement est fait sur les fonds mutuels<sup>69</sup> qui ont au moins un filtre extra-financier à partir de listes déjà existantes (First Affirmative Financial Network, Social Investment Forum, American Medical Association Coalition).

Sur la partie méthodologique le rapport conclut que si une augmentation forte des encours identifiés peut être constatée (635 milliards en 1995 pour 1181 milliards en 1997), c'est en partie notamment grâce à l'amélioration de la puissance calculatrice de l'agence. Cette amélioration s'est par exemple concrètement traduite par l'identification de 144 fonds mutuels pratiquant le filtrage contre seulement 55 en 1995.

Le rapport précise néanmoins que certains encours échappent encore à sa puissance calculatrice comme les montants directement investis par des particuliers sur des actions et des obligations à travers notamment les service des courtiers en lignes ou encore les sommes détenues par des particuliers qui pratiquerait individuellement l'activisme actionnarial.

---

<sup>67</sup> L'ICCR (*Interfaith center on corporate responsibility*) est fondée en 1976 après l'échec de la résolution actionnariale demandant à General Motors de se retirer d'Afrique du Sud. Le centre est fondé par la gauche religieuse dont le leader est Tim Smith qui est directeur de l'ICCR depuis 1976. Le but de ce centre va être de coordonner les actions de vote en Conseil d'administration et les propositions de résolutions avec comme but précis d'empêcher certaines entreprises de travailler dans certains pays violant les droits de l'homme. L'ICCR ne cesse de grandir et, en 1996, année de son vingtième anniversaire, le centre fédère 275 organisations catholiques, protestantes et juives avec un portefeuille boursier de plus de soixante dix milliards de dollars. Il faut souligner que ce pouvoir financier est renforcé par le fait que les fondations, les universités ainsi que les fonds municipaux et étatiques se rallient souvent aux résolutions proposées par l'ICCR.

<sup>68</sup> Fondé en 1972, l'IRRC est un centre de recherche spécialisé sur le gouvernement d'entreprise et la responsabilité sociale.

<sup>69</sup> Les fonds mutuels sont les véhicules financiers principaux de la gestion collective aux Etats-Unis. Leurs équivalents français sont les OPCVM (organisme de placement collectifs en valeurs mobilières).

### c) Le discours déployé autour des résultats

Dans le rapport 1997, la puissance calculatrice mise en œuvre ne sert plus seulement à défendre l'existence même du mouvement de l'ISR mais d'en construire la légitimité historique.

On y apprend par exemple, alors que ce détail n'est jamais mentionné dans le rapport 1995, qu'une première enquête avait été menée en 1984 faisant état d'un montant d'encours géré sous forme ISR de 40 milliards rendant ainsi encore plus spectaculaire les chiffres de 1997. L'affirmation de la croissance spectaculaire de l'ISR peut être réitérée. Elle prend toujours comme point d'appui, ce travail de comparaison avec l'ensemble du marché de la gestion d'actifs permettant d'affirmer qu'un dollar sur dix est investi sous cette forme (soit 9% des 13.700 milliards gérés aux Etats-Unis).

L'histoire est aussi convoquée, puisque le rapport fait alors, dans une phrase brève, remonter les origines de l'ISR au 18<sup>ème</sup> siècle avec la mention aux investisseurs religieux voulant éviter certaines formes d'investissement (actions du pêché). Mais encore ici, c'est l'épisode de la lutte anti-apartheid qui est présenté comme le tournant historique pour l'ISR.

Le rapport tente, par ailleurs, de donner une première définition de ce qu'est l'ISR en tentant d'en rassembler les différentes manifestations. Il donne aussi une définition officielle de la pratique du filtrage et de l'activisme actionnarial.

Le filtrage est alors défini comme l'inclusion ou l'exclusion de papiers financiers émis par des sociétés cotées dans des portefeuilles financiers en fonction de la performance de l'entreprise dans le champ de la responsabilité sociale et environnementale.

Quant à l'activisme actionnarial, il est décrit rapidement comme « les efforts des investisseurs pour soumettre et voter des résolutions d'actionnaires dans le but d'influencer le comportement des actionnaires.



### Défection, adhésion et prise de parole

Cette première officialisation de la définition des pratiques permet de faire ici une digression sur la typologie mis en place par Albert Hirschman<sup>70</sup> de défection (exit), de prise de parole (voice), complété dernièrement par Cochoy<sup>71</sup> par la notion d'adhésion (entry) car elle éclaire de manière heuristique les pratiques que l'agence calculatrice de l'US SIF s'attache à circonscrire et à calculer.

La défection, comme son nom l'indique, désigne la possibilité de se retirer en quittant une organisation ou en arrêtant d'acheter ses produits ou ses services. Le filtrage négatif comme le boycott<sup>72</sup> s'apparente au mécanisme de défection puisqu'il s'agit de se retirer ou de refuser d'investir dans des entreprises dont le secteur d'activité ou les pratiques sont jugées non conformes aux valeurs de l'investisseur.

L'adhésion désigne la possibilité d'exprimer son accord avec une organisation par le choix positif d'acheter ses produits ou ses services. Le filtrage positif, qui consiste au même titre que le boycott à privilégier l'investissement dans des entreprises se comportant mieux que les autres, est à relier au mécanisme d'adhésion.

Les deux types de filtrages reposent toutefois sur un mécanisme économique puisque c'est par l'achat ou le non achat de valeurs mobilières que l'épargnant/investisseur exprime sa satisfaction ou son mécontentement.

La prise de parole consiste en « toutes tentatives visant à modifier un état de fait jugé insatisfaisant que cela soit en adressant des pétitions individuelles ou collectives à la direction de la place, en faisant appel à une instance ayant barre sur la direction ou en ayant recours à divers types d'action, qui ont pour but de mobiliser l'opinion publique.<sup>73</sup> » L'activisme actionnarial, lui, s'apparente clairement au mécanisme de la prise de parole.

---

<sup>70</sup> Hirschman, A. (1995), *Défection et prise de parole*, Fayard, Paris, pp40-52

<sup>71</sup> Cochoy Franck, 2004, « Note de lecture sur Michele Micheletti, Political Virtue and Shopping Individuals, Consumerism and Collective Action », *Sciences de la Société*, n°62, Presse Universitaire du Mirail.

<sup>72</sup> Le boycott positif consiste à éviter d'acheter des produits qui se trouvent sur une liste noire alors qu'à l'inverse le boycott négatif désigne le fait d'acheter des produits figurant sur une liste blanche. Dès lors, le consommateur ne se concentre plus sur ce qu'il ne va pas acheter, mais sur ce qu'il va acheter. On peut, par un jeu de mots, parler alors de **buycott** mais aussi de **girlcott**, de **procott** ou encore d'anti-boycott.

<sup>73</sup> Hirschman, A. (1995), op.cit, p54

La prise de parole, est, selon Albert Hirschman un mécanisme hautement politique. C'est un mécanisme beaucoup plus sophistiqué et difficile à mettre en place car il nécessite la mise en place de la formulation organisée d'un problème, de l'entrée dans le dialogue et d'un passage à l'action si le problème n'est pas résolu par le dialogue. Toutefois, pour Hirschman, c'est le mécanisme de la défection qui est le plus représentatif de la relation entretenue par les habitants des Etats-Unis avec l'ensemble des grands corps de la société. Il remarque aussi que le mécanisme de la défection constitue un bel écrin pour la prise de parole car si la défection est possible, l'effort de la prise de parole démontre que ceux qui la mettent en place disposent d'une réelle motivation et d'arguments solides leur permettant d'agir et en dernière instance ici de se désinvestir quand l'activisme actionnarial n'aboutit pas. L'adhésion (entry) qui n'est pas directement conceptualisée par Hirschman, est présentée notamment par Monroe Friedman<sup>74</sup>, chercheur travaillant sur les boycott et les buycott comme assez difficile à accepter pour les différentes franges de l'activisme américain qui ont eu plutôt tendance à se construire contre certaines activités et certaines pratiques des entreprises que dans l'adhésion à des pratiques vertueuses adoptées par ces mêmes entreprises. Le chercheur américain regrette alors cet état de fait et appelle de ces vœux une croissance des stratégies de buycott qui ne reposent pas comme le boycott sur l'unique principe de la négation.

Il est intéressant ici de constater que dès ces deux premiers rapports, les parties humaines de l'agence calculatrice adoptent peu ou prou le même discours que Monroe Friedman. Malgré des chiffres qui démontrent l'omniprésence du mécanisme de la défection, elles se prononcent pour l'émergence du filtrage positif c'est-à-dire du mécanisme de l'adhésion démontrant les inspirations profondément réformiste de ces acteurs, issus pour les plus actifs de la gauche radicale d'obédience religieuse<sup>75</sup>. Par ailleurs, on remarque ici que dans le rapport 1995 comme 1997, c'est l'activisme et donc la prise de parole qui représente la part la plus large des encours en ISR.

Dans la section 2 consacrée au filtrage, cette pratique est soumise à quelques approfondissements en terme de calcul et à quelques digressions stratégiques car c'est bien le filtrage qui fait augmenter le plus les chiffres totaux. En premier lieu une distinction est faite entre deux catégories d'encours jusque là non dissociées : les encours en gestion privée ou

---

<sup>74</sup> Friedman, M, 1999, *Consumer boycott : Effecting change through the marketplace and the media*. New York: Routledge, p201-212.

<sup>75</sup> Friedman, M, (1999), "Boycott by religious group", in *Consumer boycott: Effecting change through the marketplace and the media*. New York: Routledge, pp175-177

dédiée (separate screened accounts) et les encours en gestion collective (mutual funds) c'est-à-dire ouverte à une pluralité d'investisseurs.

Or il est important de noter ici même, si le rapport ne commente absolument pas ce point, qu'aux Etats-Unis les encours ISR en 1997 sont essentiellement le fait de la gestion dédiée avec 433 milliards d'encours identifiés pour 96 milliards sur des fonds mutuels alors qu'un important travail de recensement de ces derniers a eu lieu lors de cette deuxième enquête faisant passer le nombre de fonds mutuels de 55 à 144. Ce détail est important à noter car il illustre la facilité avec laquelle l'agence calculatrice arrive à disposer de l'information sur la gestion dédiée alors qu'en Europe, ce travail d'identification et de calcul va se révéler beaucoup moins aisé.

|                           | La croissance spectaculaire de l'industrie de l'ISR<br>en milliards de dollars |        |
|---------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|--------|
|                           | 1995                                                                           | 1997   |
| Filtrage                  | \$162                                                                          | \$529  |
| Activisme<br>Actionnarial | \$473                                                                          | \$652  |
| Total                     | \$635                                                                          | \$1181 |

Tableau 1 : Source US SIF/Rapport 1997

Pour les auteurs du rapport 1997, le poids croissant de la pratique du filtrage est essentiellement due à l'explosion du filtre d'exclusion du tabac qui concerne environ 90% des portefeuilles gérés avec un filtre ISR.

Comme en 1995, le rapport se caractérise par la volonté de qualifier le type de filtres utilisés majoritairement par les acteurs de l'ISR. Ici on retrouve encore aux trois premières places des filtres d'évitement des sin stocks : le Tabac (97%), le jeu (72%), les armes (69%), suivis de très près par l'alcool à 69% et l'avortement/contrôle des naissances à 50%.

Ces chiffres et surtout leur écart avec ceux de 1995 amène à penser que sur ce point la puissance calculatrice a du être considérablement améliorée étant donné qu'en 1995, ni le filtre « jeu », ni celui de l'avortement/contrôle des naissances ne sont mentionnés.

Par ailleurs, la montée des filtres positifs, pronostiquée en 1995, ne semble guère en voie de réalisation même si on retrouve assez loin derrière des filtres sur les questions environnementales, les relations au travail et les droits de l'homme. Par ailleurs, le rapport comme en 1995 insiste, chiffres à l'appui<sup>76</sup>, sur l'intérêt pour les promoteurs de l'ISR d'avoir une stratégie de diversification des filtres.

<sup>76</sup> 88% de la population identifiée appliquerait 3 filtres et plus contre 90% en 1995.

A la différence de 1995, la pratique de l'activisme actionnarial bénéficie elle aussi d'un certain nombre d'approfondissements chiffrés au sein d'une section spécifique.

On note ici pour la première fois, l'utilisation de l'expression « les propriétaires de l'Amérique des grandes entreprises » pour désigner cette marge d'investisseurs conscients qui par une stratégie de prise de parole et non plus de défection vont tenter de faire évoluer le comportement des entreprises, quoique les deux puissent se combiner comme le suggère Albert Hirschman<sup>77</sup>. Le rapport 1997 semble aussi emprunter cette hypothèse. En effet une distinction commence à être faite entre ceux qui exercent uniquement le filtrage et l'activisme actionnarial et ceux qui cumulent les deux stratégies d'actions, le cumul des deux stratégies étant considéré de manière implicite comme une meilleure solution. Cette section comporte aussi des chiffres sur les encours des institutions ayant déposé des résolutions et celles pratiquant le dialogue actionnarial. On remarque qu'entre 1995 et 1997, c'est surtout la deuxième pratique qui a connu une augmentation de son encours alors que les aspects assez informels du dialogue peuvent faire penser que ce calcul doit être assez malaisé.

Les résultats du calcul sur le nombre de dépôts de résolutions sont aussi donnés : il y aurait eu entre la saison de vote 1994 et la saison de vote 1996, une augmentation du dépôts de résolutions de 144 à 303. Le rapport ne donne pas cependant des détails sur les sujets qui sont débattus et défendus lors de ce dépôt de résolutions, preuve que l'agence calculatrice n'est pas en mesure de produire ce type de résultats d'ordre plus qualitatif.

|                         | 1995 | 1997 |
|-------------------------|------|------|
| Dépôts de résolutions   | 457  | 525  |
| Dialogues privés        | 16   | 211  |
| Total (milliards de \$) | 473  | 736  |

Tableau 2 : Source US SIF/Rapport 1997

---

<sup>77</sup> « La défection réduit la fréquence de la prise de parole mais en accroît la vigueur », Hirschman, op.cit, p132

### C) 1999 : Professionnalisation de l'agence calculatrice et institutionnalisation de l'entrepreneur institutionnel

#### a) Présentation générale et contributeurs

Si la structure du rapport reste sensiblement la même, les différentes parties s'étoffent grandement avec une multiplication de tableaux et de graphiques censés offrir une représentation synthétique de l'ordre du monde proposé par l'agence calculatrice.

Du côté des moyens humains, une formalisation des tâches imparties à chaque personne apparaît dans la présentation du rapport. Différents pôles de compétences sont donc officiellement désignés. Il est donc question d'un directeur de recherche, Patrick Mac Veigh qui dans l'édition 1997 était seulement « responsable de projet ». Il bénéficie cette fois-ci d'une équipe de recherche composée de deux personnes : Christopher Rowe et Tamara Doi travaillant tous les deux pour la société *Vantage Investment Advisors*.

Cette équipe de recherche bénévole est dissociée de la production écrite du rapport pris en charge par trois autres personnes : Steve Schueth du *First Affirmative Financial Network*, Alisa Gravitz et Todd Larsen de *Co-op America*. Les fonctions de design et de conception web sont aussi distinguées des fonctions de recherche et d'écriture. Par ailleurs, ce rapport 1999 va être traduit en français et diffusé de largement en France par le cabinet de consultants Terra Nova qui comme nous l'avons souligné dans nos travaux précédents, sera l'instigateur de la création du Forum pour l'investissement responsable français<sup>78</sup>. En Europe, la fin des années 1990 constitue une période d'éveil à l'ISR où le modèle américain s'impose comme le plus mature.

#### b) Définition de la cible de calcul et conditions pratiques de la calculabilité

La puissance calculatrice évolue encore notamment par sa capacité à être beaucoup plus précise dans la description des méthodes de calcul adoptées. Celle-ci est dès lors découpée en 5 points : qualification des données, sources des données, méthodes d'enquêtes, amélioration de la méthodologie, rappel des biais de comptage.

Sur la pratique du filtrage, les termes de la qualification ne changent pas. C'est plutôt sur la collecte des données que les choses se précisent. Deux entités distinctes sont alors

---

<sup>78</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2002, *L'investissement socialement responsable : comparaison historique et interculturelle entre la France et les Etats-Unis*, Mémoire de DEA, Université René Descartes, p43.

distinguées : les fonds mutuels et les autres portefeuilles filtrés qui ne sont pas soumis à la même procédure d'identification. Pour les fonds mutuels, la liste est construite à partir des données fournies notamment par des professionnels comme Morningstar et Wiesenberger qui sont spécialisés dans l'information sur la gestion collective. A ces listes construites par des généralistes sont juxtaposées les informations produites par l'US SIF.

Pour les autres portefeuilles filtrés, les recensements réalisés par la société Nelson en 1999 sont mobilisés comme les autres années. Pour l'identification des portefeuilles les plus récents, les ressources de l'ICCR et de l'IRRC ou encore les médias sont utilisés. Par ailleurs, une étude menée à cette époque par le cabinet de consultant Hewitt et Associates sur l'industrie de la santé permet à l'agence calculatrice d'identifier les hôpitaux dont l'argent est investi selon des critères ISR. A la différence des autres années, toutes les institutions identifiées sont contactées pour déterminer le montant des encours et l'orientation du filtrage sans utilisation de la méthode de la projection.

Sur l'activisme actionnarial, la qualification des institutions pouvant entrer dans l'espace de calcul se modifie encore une fois pour aller vers une définition plus délimitée. Pouvoir faire la preuve de la mise en place d'un dialogue avec telle ou telle entreprise n'est plus suffisant pour faire partie de cette catégorie. Il faut avoir soutenu ou co-soutenu dans le cadre du dialogue mis en place par l'ICCR une résolution dans les trois dernières années. Cette décision va entraîner une baisse des encours de 10 milliards mais qui n'est pas considérée comme significative. Comme les années précédentes, l'agence calculatrice du forum s'appuie sur d'autres agences calculatrices (recensement des résolutions par l'ICCR et IRRC, liste des résolutions du syndicat AFL-CIO) pour identifier les institutions concernées et mener l'enquête afin de définir les montants investis dans cette pratique.

### c) Le discours déployé autour des résultats

Le contenu général du discours en 1999 est toujours plus affirmé et triomphant. La puissance calculatrice mise en place permet de constater et de célébrer la croissance toujours plus spectaculaire de l'ISR. Les chiffres globaux passent de 1181 à 2419 milliards. La barre des 2000 milliards de dollars est passée, l'ISR est présenté comme représentant 1 dollars sur 8 des encours investis dans ces pratiques soit 13% du total de plus 16.000 milliards de dollars des encours recensés par l'annuaire Nelson sur la gestion d'actifs aux Etats-Unis.

La comparaison est alors approfondie en comparant le taux de croissance de l'ISR comparativement aux taux de croissance des encours globaux de la gestion d'actif américaine.

Or si le marché global dans une période de conjoncture boursière très optimiste a augmenté de 42% (performance du marché et entrée nette de nouveau actifs inclus), la croissance de l'ISR, elle, a été de plus de 80%.

A partir de 1999, et c'est un fait qui est assez peu souligné dans le rapport, c'est la pratique du filtrage qui tire les encours vers le haut avec une progression de 529 à 1497 milliards de dollars, preuve que la puissance calculatrice mise en place s'améliore encore.

Plus généralement, commence à se développer un discours affirmé sur la nécessité pour être un bon investisseur de pratiquer à la fois le filtrage et l'activisme actionnarial, tendance que le rapport voit se confirmer dans les chiffres (en milliards de dollars):

|                                           | 1995 | 1997 | 1999 |
|-------------------------------------------|------|------|------|
| <i>Encours Filtrage</i>                   | 162  | 529  | 1497 |
| <i>Encours Activisme Actionnarial</i>     | 473  | 652  | 922  |
| <i>Les deux<sup>79</sup></i>              |      | 84   | 265  |
| <i>Total encours en milliards d'euros</i> | 635  | 1181 | 2154 |

Tableau 3 : Source US SIF/Rapport 1999

Sur la partie historique et sur la définition de l'ISR et de ses pratiques, des éléments d'évolution sont aussi à noter.

Sur la partie définition, les éléments ne changent guère dans l'ensemble mais il est important de noter que pour la première fois le terme durable (sustainable) est utilisé dans le rapport, ce qui signe les prémisses discrets de l'attelage du mouvement de l'ISR américain à la notion de durabilité (sustainability). Ici le terme est désigné pour décrire le combat des investisseurs socialement responsables pour une économie plus juste et plus durable.

Il est aussi ajouté par rapport à la version 1997 que la pratique de l'investissement socialement responsable nécessite « de mener une analyse qualitative des règles de conduites, des pratiques et des impacts des entreprises au-delà des analyses quantitatives traditionnelles sur les profits potentiels. » La dimension de mise en adéquation des valeurs personnelles avec les orientations de l'investissement est aussi en partie gommée avec la disparition du terme « valeurs » de la définition.

Des évolutions assez symboliques sont à constater au sujet des définitions des pratiques. Sur le filtrage, l'accent est mis sur le filtrage positif qui est quasiment présenté comme la partie centrale de cette pratique alors que les chiffres démontrent encore en 1999, le

<sup>79</sup> Les sommes gérées à la fois avec une pratique de filtrage et d'activisme actionnarial sont soustraites pour éviter les doubles comptages d'encours.

quasi monopole des filtres négatifs. Les investisseurs socialement responsables sont présentés comme des acteurs recherchant avant tout à placer leur argent dans des entreprises porteuses de contributions positives pour l'avenir. Des listes d'achat (Buy List), non sans rappeler les listes blanches utilisées au début du vingtième siècle par la National Consumer League et autres ligues sociales d'acheteurs<sup>80</sup> recensent les entreprises qui se distinguent par une gestion exemplaires des ressources humaines, d'excellentes pratiques environnementales, la production de produits et de services utiles, sûrs et respectueux des droits de l'homme et permettent ainsi d'orienter le choix de ces investisseurs.

La définition générique de l'activisme actionnarial s'enrichit aussi. L'idée trouvée, au détour d'un paragraphe du rapport 1997, que l'activisme actionnarial englobe toutes les actions entamées par les investisseurs sociaux conscients de leur rôle de « propriétaires de l'Amérique des grandes entreprises » est reprise, ici, en tête de définition. Ces derniers par le dialogue, le dépôt et le vote de résolutions en assemblée générale d'actionnaires ont « l'objectif de faire changer le comportement des entreprises sur des aspects sociaux et environnementaux tout en permettant l'amélioration de la performance à travers le temps ».

La partie historique, elle aussi, s'enrichit, démontrant au passage les vertus pour les entrepreneurs institutionnels opérant sur des champs relativement neufs d'activité, de la construction à posteriori du récit historique des origines comme outil de légitimation de pratiques actuelles par l'enracinement dans un continuum culturel.

Alors qu'une simple phrase faisait un bref rappel en 1997 des premières pratiques d'évitement mises en place au dix-huitième siècle par des investisseurs religieux, il est ici question « des racines profondes » de l'ISR. Ses origines sont ainsi repoussées aux temps bibliques où les lois juives comportaient déjà de nombreuses directives sur les manières d'investir de manière éthique. La partie sur le dix-huitième siècle est enrichie par la description des pratiques du fondateur du méthodisme John Wesley qui mettait notamment en avant que l'utilisation de l'argent est le second sujet le plus important dans les enseignements du Nouveau Testament. Mention est aussi faite aux Quakers qui, lors de leur installation, aux Etats-Unis refusèrent catégoriquement l'investissement dans les armes et l'esclavage. A côté de l'évitement des actions du pêché, l'accent est mis par les auteurs du rapport sur ces investisseurs religieux, qui en raison d'une tradition de la non violence et de la paix, vont

---

<sup>80</sup> Chessel, Marie, 2001, « Catholicisme social et éducation des consommateurs : les ligues sociales d'acheteurs (1902-1914) », Programme de recherche 2001-2002, p4, pp25-26



résolument éviter d'investir dans des secteurs d'activités tirant leur profit de produits de destruction de la vie humaine.

Le rapport revient alors sur les racines « modernes » du mouvement qui sont alors situées dans le climat politique passionné des années 60. A cette époque, de nombreuses questions posées par des mouvements divers (mouvements sociaux, environnementaux, des droits civiques, des droits de la femme, anti-guerre) amènent à la prise de conscience des problèmes tournant autour de la question de la responsabilité sociale des entreprises. Les questions de relations au travail, du sentiment anti-nucléaire sont alors aussi progressivement englobées dans cette prise de conscience générale avant que la lutte anti-apartheid, à la fin des années 70 et le long des années 80 cristallisent l'ensemble de la communauté des investisseurs socialement responsable. Le rapport procède ici à une rupture historique en considérant que la lutte anti-apartheid constitue un passé glorieux mais qui s'inscrit définitivement dans le passé de l'ISR en qualifiant cet épisode de « legs durable » (lasting legacy).

Les combats des années 90, selon le rapport, se concentrent sur les catastrophes environnementales (Bhopal, Tchernobyl, Exxon Valdez) et les grandes préoccupations liées au réchauffement climatique qui sont aussi comme nous l'avons vu précédemment les préoccupations clés du mouvement du développement durable. Sur la dimension sociale, le trait d'union avec le combat pour l'Afrique du Sud se fait sur les questions de droits de l'homme et de conditions de productions des biens de consommation.

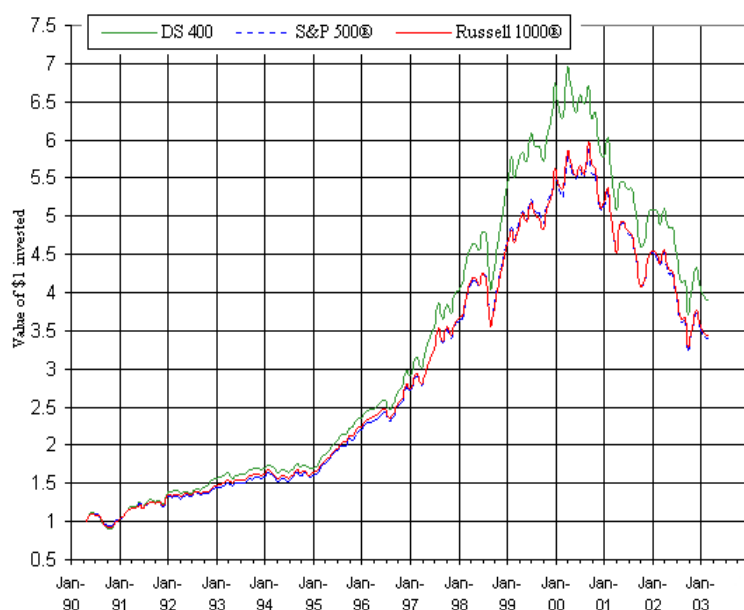
Une idée jusqu'ici encore non formulée émerge : les investisseurs peuvent à la fois attendre des entreprises de bonnes performances financières, mais aussi sociales et environnementales, ce qui nous ramène encore ici à un des traits majeurs de l'imaginaire mobilisateur commun de l'ISR, la RSE et le Développement Durable : la croyance que la vertu sur les plans sociaux et environnementaux pourraient être neutre voir positive sur la performance financière.

Le rapport n'hésite pas pour la première à invoquer les bonnes performances des fonds socialement responsable. Comme à son habitude, l'agence calculatrice de l'US SIF en emprunte ici à d'autres agences calculatrices pour légitimer son affirmation sur la performance. En premier lieu, un graphique est proposé dans le rapport qui permet de comparer la performance d'un indice financier classique et du premier indice ISR mis en place par KLD le *Domini Social Index*<sup>81</sup> démontrant une performance plus grande des fonds ISR.

---

<sup>81</sup> L'agence KLD est fondé en 1990 par Amy Domini, une des expertes les plus connues de la communauté ISR aux Etats-Unis et par Peter Kinder et Steve Linderberg pour évaluer les performances sociale et environnementales des entreprises. La

*Performance comparée du DSI400, du S&P500 et du Russell 1000, entre 1990 et 2003*



Source : Domini

Par ailleurs, le dispositif de jugement<sup>82</sup> mis en place par *Morningstar* pour classer les fonds en fonction de leurs performances financières par un système d'étoiles, est aussi convoqué pour démontrer qu'en moyenne les fonds mutuels dit ISR sont aussi performants voire plus que les fonds traditionnels. Finalement, le rapport s'appuie sur les résultats de travaux académiques tendant à démontrer de manière scientifique que la performance des fonds ISR n'est pas moins bonne que celles des fonds traditionnels.

Cette argumentation qui peut paraître strictement scientifique et objective est aussi éminemment stratégique pour l'agence calculatrice de l'US SIF. En effet, si l'entrepreneur institutionnel veut voir continuer la spectaculaire progression de l'ISR, il lui est nécessaire de démontrer que les fonds avec des filtres socialement responsables ne font pas moins de performance que les fonds traditionnels pour éviter de rencontrer un obstacle d'ordre législatif. La loi ERISA, édictée dans les années 70, donne les grandes orientations du régime de retraite des salariés américains et est l'un des principaux vecteurs législatifs de la montée de la retraite par capitalisation aux Etats-Unis. Le rapport évoque ici le fait qu'un débat a eu lieu sur la nécessité de la clarification de cette loi sur la retraite à propos des fonds filtrés. Or

---

même année, ils lancent l'indice Domini Social Index (DSI 400), le premier indice boursier utilisant des critères éthiques pour sélectionner les entreprises et le Domini Social Equity Fund investi dans les entreprises du DSI 400.

<sup>82</sup> Karpik Lucien, 2000, « le guide rouge Michelin », *Sociologie du travail*, 42(3) : 369-389.

ce débat a, semble-t-il, débouché sur la décision d'accepter ces fonds filtrés dans les dispositifs de retraites par capitalisation à condition qu'ils ne constituent pas un danger pour la performance, d'où l'intérêt de plus en plus stratégique de se préoccuper de cette question.

Pour ce qui est de la typologie des filtres, l'engouement pour le filtre d'exclusion du tabac reste quasi monopolistique : 96% des fonds filtrés appliquent ce filtre qui est suivi comme dans les deux éditions précédentes des filtres du pêché : Jeux (86%), Alcool (83%), Armes (81%). A noter la bonne tenue du filtre environnement qui se place à la quatrième place avec 78% des encours concernés. Cependant ici comme remarqué plus haut, rien n'atteste le fait que le filtre environnement soit strictement positif, il peut aussi bien être question d'un filtre d'évitement d'un secteur d'activité comme celui de l'énergie nucléaire.

|                                             | 1995 | 1997 | 1999 |
|---------------------------------------------|------|------|------|
| <i>Encours Fonds Mutuels filtrés</i>        | 12   | 96   | 154  |
| <i>Encours Portefeuilles filtrés dédiés</i> | 150  | 433  | 1343 |
| <i>Encours Total (milliards de dollars)</i> | 162  | 529  | 1497 |

Tableau 4 : Source US SIF/Rapport 1999

Dans la section consacrée à la question de l'activisme actionnarial, des changements sont à noter à la fois sur l'amélioration de la puissance calculatrice et sur le discours qui accompagne les résultats du calcul. En terme de résultats, pour la première fois, l'agence calculatrice ne donne pas seulement les encours concernés et le nombre de résolutions déposées mais commence à détailler leurs contenus de manière très synthétique.

En 1999, 220 résolutions ont été déposées majoritairement par des grands investisseurs institutionnels et des grands fonds de pensions public pour un montant de 922 milliards de dollars dont sont exclus les encours seulement concernés par le dialogue avec les entreprises. Une distinction est faite entre les résolutions ayant trait au gouvernement d'entreprise et celles ayant trait au mouvement de la responsabilité sociale de l'entreprise car elles n'ont pas le même objet<sup>83</sup>. Toutefois dans le tableau récapitulatif qui permet de comptabiliser le nombre de 220 résolutions, il semble que, sans explicitation de l'agence calculatrice, une part des

<sup>83</sup> Les résolutions sur le gouvernement d'entreprise sont identifiées comme celles qui ont trait au droit de vote confidentiel, aux qualifications du conseil de direction, des rémunérations des directeurs et de l'exécutif, de la composition du conseil d'administration. Les résolutions sur la responsabilité sociale sont identifiées comme celles qui portent sur les lignes de conduites et les pratiques de l'entreprise sur l'environnement, la santé et la sécurité, les races et le genre, le tabac, les ateliers de la sueur et autres problèmes liés aux questions de droit de l'homme.

résolutions « gouvernement d'entreprise » soit prise en compte alors qu'elles semblaient devoir être exclues. Il est aussi à noter le caractère vague de certains items (Finance mondialisée, responsabilité globale de l'entreprise) qui entre peu en écho avec les préoccupations censées être celle des investisseurs responsables. Il y a donc ici un hiatus entre la puissance réelle de l'agence calculatrice ici empruntée à l'ICCR et le discours déployé autour par les auteurs du rapport de l'US SIF.

| <b>Cibles des résolutions déposées en 1999 en AG</b>          | <b>Nombre de Résolution en 1999</b> |
|---------------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| <i>Environnement</i>                                          | 54                                  |
| <i>Responsabilité globale de l'entreprise</i>                 | 41                                  |
| <i>Egalité</i>                                                | 38                                  |
| <i>Gouvernement d'entreprise/rémunération de la direction</i> | 30                                  |
| <i>Santé Internationale et Tabac</i>                          | 31                                  |
| <i>Finance mondialisée</i>                                    | 14                                  |
| <i>Militarisme et Violence</i>                                | 12                                  |
| <i>Total</i>                                                  | 220                                 |

Tableau 5 : Source Rapport US SIF 1999/ Source : ICCR

Si les résultats du calcul restent hésitants, en revanche, le discours autour de la pratique de l'activisme actionnarial s'enrichit et se structure. Une rubrique revient sur le fonctionnement pratique de cette stratégie d'action.

Les auteurs rappellent qu'il suffit de posséder 2000 dollars d'actions d'une entreprise pour pouvoir déposer une résolution et que le dépôt de résolutions n'est pas une fin en soi. Les auteurs précisent ici qu'il s'agit d'un moyen de pression pour obliger l'entreprise à prendre en compte les considérations de l'actionnaire responsable. Le véritable succès se mesure donc plus par le retrait de résolutions, car c'est un signe que l'entreprise a accepté de prendre en compte ses exigences.

Si une résolution va jusqu'au vote, le rapport souligne le fait qu'il est dangereux d'appliquer la même grille de lecture que celle du scrutin électoral. En effet, une résolution votée en assemblée générale dépasse rarement les 20% de suffrage, score qui peut être considéré comme une victoire en raison de la propension massive des actionnaires à voter exactement comme le souhaite la direction de l'entreprise. On constate donc ici une certaine subtilité de la pratique, encore assez mal circonscrite par les dispositifs de calcul disponibles.

Deux autres rubriques reviennent sur la descriptions des grands succès de l'année 1999 en terme d'activisme actionnarial et sur les grands axes stratégiques qui vont être pris pour l'année suivante par la communauté des grands investisseurs responsables activistes. Il est à

noter ici que toutes ces données sont empruntées à l'agence calculatrice de l'ICCR, ce centre interreligieux qui depuis la fin des années 70 aux Etats-Unis coordonne et donne le ton aux multiples combats menés par cette communauté.

On y apprend donc ainsi, entre autres, que *Home Depot*, après le dépôt d'une résolution sur la mise en place un plan d'arrêt de la vente de bois rare ayant remporté 12% des suffrages, a décidé 3 mois plus tard de suivre ce conseil. On y apprend aussi que l'entreprise *Mac Donald's* a accepté, après le retrait d'une résolution de *Trillium Asset Management* et de la Fondation pour la Fierté (*Pride Foundation*) sur la non discrimination sexuelle, d'entrer dans un dialogue avec ces deux organisations pour trouver des solutions. Pour l'année suivante, un tableau permet de récapituler les enjeux et les entreprises qui vont être concernés par ces enjeux : Pour *Amoco*, *Chevron*, *General Motors* et *Ford*, il s'agit d'exiger par exemple des comptes-rendus sur les émissions de CO2 et une plus grande transparence sur les affiliations potentielles de ces entreprises avec les groupes de pression faisant du lobbying pour empêcher la mise en place de réglementation de la pollution.

#### **D) 2001/2003: Une volonté accrue de normalisation des pratiques en vigueur et apparition des premières controverses de calcul**

##### **a) Présentation générale et contributeurs**

Les rapports 2001 et 2003 conservent la même structure qu'en 1999 mais s'étoffent considérablement en terme de nombre de pages. Le rapport 2001 fait une trentaine de pages. Le rapport 2003, qui est doté pour la première fois d'un sommaire, comporte une quarantaine de pages avec une vingtaine de pages d'annexes qui donnent à voir plus en profondeur les multiples actions de déplacement et d'association que subissent les entités détachés dans l'espace de calcul mis en place par l'agence calculatrice de l'US SIF.

Sur les moyens humains qui ont permis la production finale du rapport et par conséquent le fonctionnement de la puissance calculatrice construite depuis 1995, on retrouve un certain flou organisationnel pour le rapport 2001 plus en ligne avec les rapport 1997 alors que le rapport 2003 se distingue par sa précision dans l'identification des fonctions.

En 2001, il est question d'un groupe qui mène le projet composé de 5 personnes dont les fonctions ne sont pas précisées. On retrouve ici Patrick Mac Veigh qui depuis 1995 semble être un des piliers de la production du rapport. On retrouve aussi dans cette équipe Alisa Gravitz et Todd Larsen, co-auteurs du rapport 1999 et qui sont tout deux devenus salariés de

l'*US SIF*<sup>84</sup>. La production du rapport ne dépend donc plus strictement de bénévoles mais aussi de salariés. Steve Shueth, le troisième co-auteur du précédent rapport fait aussi partie de l'équipe mais n'a pas changé d'employeur. Les nouvelles venues sont Scott Tapf et Stéphanie Kendall qui font partie de la société *Hasting Group*. Une nouvelle rubrique est ajoutée en 2001, celle des contributeurs au rapport : une quinzaine de personnes citées nominativement mais rattachées à l'organisation qu'elles représentent, sont présentées comme contributeurs du rapport. Il est aussi précisé que l'éditeur du rapport est l'*US SIF*. On retrouve aussi la rubrique « remerciements » pour la dizaine d'organisations membres de l'*US SIF* qui soutiennent la conception du rapport.

En 2003, cette rubrique demeure ainsi que celle des contributeurs au rapport mais les éléments sont à nouveau plus précis, comme en 1999, sur la direction du projet. Cinq fonctions différentes sont identifiées : responsable de la recherche, directeurs du projet, conseillers sur le projet, comité de direction et supervision de la méthodologie et des données sources. Cela fait donc un groupe d'une dizaine de personnes qui est impliqué directement dans la mise en action de l'agence calculatrice. Certains sont là depuis l'origine comme Patrick Mac Veigh où au moins depuis 1999 comme les co-auteurs Alisa Gravitz, Steve Shueth et Todd Larsen. Mais ils sont affectés à des fonctions de direction ou de conseil. Pour les aspects de la gestion de l'agence calculatrice et de production des résultats, ces aspects semblent à priori revenir à deux nouvelles venues : Elizabeth Beauvais qui fait partie de la fondation de recherche de l'*US SIF* et à Pietra Rivoli, première représentante du monde universitaire à être citée comme faisant partie de ce dispositif de quantification de l'ISR. La présence d'un comité de direction qui ajoute encore un niveau de complexité, composé de six personnes, est à souligner. En terme de moyens humains et d'organisation de ces moyens, la mise en place de l'agence calculatrice et la production du rapport se caractérisent par le caractère de plus en plus multipartite et diffus de l'organisation. En effet pour la version 2003, entre les intervenants directs et les contributeurs, une trentaine de personnes sont identifiées dont il n'est pas forcément évident d'identifier la fonction exacte.

---

<sup>84</sup> L'*US SIF* au début des années 2000 renforce et ramifie son organisation. L'activité est scindée en trois pans distincts : l'organisation non lucrative « Social Investment Forum » de départ demeure l'organisme de promotion du mouvement de l'ISR, une organisation non lucrative de recherche est créée « Social Investment Forum Foundation » dédiée strictement à la recherche la plus pointue sur les tendances, les pratiques, la performance et l'impact de l'ISR. Une activité de mise à disposition de ressources pour les médias et le public est aussi distinguée. Elle correspond essentiellement à l'activité du site Internet de l'association où sont mis en ligne une base de données sur la performance des fonds mutuels ISR et leur orientation, un annuaire exhaustif des experts de l'ISR ou encore une base de données sur l'engagement actionnarial et le dépôt des résolutions.

### *b) Définition de la cible de calcul et conditions pratiques de la calculabilité*

Sur la mise en place pratique et technique de la méthodologie d'identification des entités à détacher, les grandes orientations de 1999 sont maintenues en 2001 et 2003 à la fois sur la définition de ce qui doit être comptabilisé et sur la façon de recueillir cette information.

Au sujet du filtrage, on peut noter que sur les fonds mutuels, il y a encore et surtout en 2003 une diversification des sources d'identification des données qui permet la capture progressive de nouveaux fonds mutuels. Les rapports 2001 et 2003 mettent aussi l'accent sur l'amélioration de la puissance calculatrice dans le but d'éviter les doubles comptages dans la catégorie des fonds mutuels au moyen s'il le faut d'un travail de contacts exhaustifs avec l'ensemble des institutions concernées. Cette volonté d'exhaustivité et de transparence des résultats sur les fonds mutuels transparaît notamment dans les annexes du rapport 2003 qui donne les encours de chaque fonds mutuels comptabilisé par l'agence calculatrice et cite aussi sans donner les encours toutes les institutions concernées en gestion dédiée par le filtrage.

Sur l'activisme actionnarial, en 2001, les définitions et les modalités du recueil restent stables par rapport à 1999, l'exclusion pas très claire jusque là des résolutions sur le gouvernement d'entreprise étant clairement affirmée. En 2003, la définition des pratiques d'activisme actionnarial se modifie à nouveau avec la création de la catégorie « cross-over resolutions » que l'on pourrait traduire par résolution de jonction qui emprunte à la fois aux préoccupations des investisseurs soucieux du gouvernement d'entreprise et ceux soucieux de la responsabilité sociale. Les résolutions concernant strictement le gouvernement d'entreprise sont encore exclues mais il est suggéré qu'elles soient prises en compte pour le prochain exercice de calcul en 2005. L'année 2003 marque aussi l'exclusion définitive de la pratique du dialogue informel avec les entreprises qui pouvait encore être pris en compte en 1999 et 2001 si elle passait par l'ICCR au profit du seul calcul sur les dépôts des résolutions. Là aussi en 2003, le rapport sur l'activisme actionnarial se caractérise par un souci de transparence puisque la liste de l'ensemble des institutions concernées par cette pratique est donnée en annexe.

Par ailleurs pour la première fois en 2001, le rapport fait mention des critiques qui peuvent être faites aux principes philosophiques transversaux qui orientent le travail de l'agence calculatrice. Ce qui est comptabilisé par l'agence calculatrice est la mise en place par n'importe quelle institution d'une pratique de filtrage ou d'activisme actionnarial sachant que

l'institution en question doit pouvoir faire la preuve de cette mise en place. En revanche, l'agence calculatrice n'émet aucun jugement sur le fait que l'institution en question s'identifie ou non au champ de l'investissement socialement responsable et mette en place un marketing en phase avec cette identité. Une organisation qui met en place par exemple un filtre sur le tabac sans avoir la moindre conscience de faire partie d'un mouvement plus large de l'ISR est donc comptabilisée de la même manière qu'un pionnier de l'ISR utilisant à la fois les leviers de l'activisme actionnarial et du filtrage dans l'objectif de changer le comportement des entreprises comme le préconise les membres le plus actifs de l'ISR américain. Des critiques émergent notamment chez certains des activistes radicaux sur le mélange des genres et sur le caractère un peu abusif à leur goût de la procédure de comptabilisation choisie. Les auteurs du rapport admettent ici les limites des orientations de l'agence calculatrice de l'US SIF mais ne semblent pas vouloir en changer le fonctionnement. Ils proposent alors de conduire une enquête complémentaire qui serait centrée sur ces questions qualitatives.

### c) Le discours déployé autour des résultats

Le contenu général du discours dans les rapports 2001 et 2003 reste assez triomphant mais beaucoup plus modéré car s'amorce alors une conjoncture boursière morose. Alors que dans les précédents rapports, la conjoncture exceptionnellement haussière de la Bourse n'est jamais évoquée, les rapports 2001 et 2003 font état de la tendance inverse qui se joue à l'époque pour justifier le tassement de la croissance des encours. Cette explication permet aussi de démontrer que la situation est beaucoup moins préoccupante que celle du marché traditionnel qui perd comparativement beaucoup plus d'actifs que le marché de l'ISR qualifiée de plus collant (stickier). En 2001, le marché des fonds mutuels traditionnels perd 94% des actifs placés par les épargnants alors que celui des fonds mutuels ISR n'en perd que 54%. En 2003, la tendance s'inverse même pour l'ISR selon le rapport, qui s'appuie toujours ici sur la puissance calculatrice de *Lipper*, pour affirmer que si l'industrie de la gestion d'actifs aux Etats-Unis a perdu plus de 10 milliards de dollars d'actifs, l'ISR a gagné dans le même temps 1,5 milliards de dollars.



|                                       | 1995 | 1997 | 1999 | 2001 | 2003 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|------|
| <i>Encours Filtrage</i>               | 162  | 529  | 1497 | 2010 | 2143 |
| <i>Encours Activisme Actionnarial</i> | 473  | 652  | 922  | 897  | 448  |
| <i>Les deux</i>                       |      | 84   | 265  | 592  | 441  |
| <i>Total (en milliards de \$)</i>     | 635  | 1181 | 2154 | 2315 | 2150 |

Tableau 6 : Source Rapport US SIF 2003

Sur les aspects de définition, si les définitions des pratiques restent inchangées, celle de la définition générale de l'ISR connaît une forte mutation<sup>85</sup>. Une référence directe au mouvement de la responsabilité sociale de l'entreprise et le choix de fixer la terminologie générale de ce mouvement sur le terme d'ISR est à souligner. Jusque là, la plus grande variabilité régnait avec une utilisation assez marquée du terme « Social Investment » renvoyant au nom même de l'organisation « Social Investment Forum ».

Sur les aspects historiques, les rapports 2001 et 2003 démontrent une assez forte rupture. Il semble que les auteurs du rapport soient ici moins préoccupés de construire la légitimité historique du mouvement peut-être alors acquise mais à réfléchir sur son futur et les voies que celui-ci pourrait emprunter.

Le rapport 2001 reprend telle quelle la partie historique développée dans le rapport 1999 mais un paragraphe entier d'une cinquantaine de ligne est ajouté pour introduire le concept de durabilité (sustainability) présenté comme le concept reliant le mouvement de l'ISR américain à l'ensemble des autres initiatives internationales qui se mobilisent pour une meilleure justice économique environnementale et sociale.

Ici revient en force l'idée retrouvée en filigrane dans tous les rapports et ceci dès 1995 : le filtrage positif fondé sur l'adhésion à certaines bonne pratiques de l'entreprise doit progressivement se développer et devenir un jour aussi important que le filtrage négatif reposant sur la stratégie certes efficace mais peu sophistiquée de l'évitement. Après le terme de durabilité, les auteurs introduisent celui de valeur sur le long terme qui est constitutif de la panoplie argumentative construite autour des imaginaires communs de la RSE et du développement durable, consistant à affirmer que les entreprises en conciliant les exigences économiques, sociales et environnementales sont celles qui sur le long terme seront productrices de valeur ajoutée financière pour les investisseurs. Force est de constater ici la

---

<sup>85</sup> Voir chapitre I, Partie I.2.

volonté de l'US SIF d'atteler le mouvement de l'ISR au concept montant du développement durable sans en avoir une quelconque manifestation chiffrée objective notamment sur la pratique du filtrage.

Dans le rapport 2003, la partie historique est raccourcie au profit d'une partie traitant du futur du mouvement intitulé « l'évolution de l'ISR ». Là encore, c'est le filtrage qui retient toute l'attention de l'entrepreneur institutionnel qui tente d'esquisser le futur de l'ISR. Le filtrage d'évitement est dépeint comme la pratique la plus ancienne du mouvement et qui en est devenue une des stratégies de base. Tout en ne niant pas sa grande importance encore aujourd'hui dans le champ de l'ISR actuel, le rapport tient à souligner l'émergence de nouvelles formes de filtrage. On retrouve ici encore un clair plaidoyer pour la normalisation du filtrage positif qui repose sur le principe de l'identification des meilleurs de la classe dans un secteur d'activité donnée, cette stratégie permettant de récompenser celles qui se comportent le mieux. Il est aussi question des filtres qualifiés d'émergents comme des filtres précis sur le changement climatique, les organismes génétiquement modifiés, sur le gouvernement d'entreprise mais aussi des filtres plus généralistes portant sur le développement durable.

Les auteurs en appellent alors à la convergence des stratégies au sein même de la pratique du filtrage mais aussi entre cette dernière et l'activisme actionnarial ainsi qu'à une convergence entre les promoteurs de la RSE et de l'ISR et ceux du gouvernement d'entreprise.

Il est intéressant de revenir à la section consacrée à la catégorie filtrage car les résultats donnés par l'agence calculatrice ne rentrent pas véritablement en écho avec les prédictions faites par les individus qui produisent le discours final autour des chiffres de quantification du mouvement de l'ISR aux Etats-Unis et ceci, malgré les fortes modifications à laquelle le dispositif de calcul est soumis, sans que cela ne soit jamais explicité. Dans les trois précédents rapports, la présentation des chiffres sur le filtrage était déjà toujours légèrement modifiée dans sa forme rendant difficile la comparaison d'une année sur l'autre.

Toutefois en 2001 et en 2003, c'est à la fois fond et forme qui sont modifiés dans le but, semble-t-il non déclaré, de ne pas mettre en avant le poids fort des filtres d'évitement. En 2001 par exemple, le principe de donner des chiffres exacts est abandonné au profit de la création d'une typologie correspondant à un certain niveau de pourcentage : filtres les plus couramment utilisés (50% et plus de l'encours total des fonds filtrés concernés), les filtres utilisés couramment (49 à 30%), les filtres spéciaux (moins de 30 %). Ce choix de

présentation permet d'occulter avantageusement le fait que les filtres d'évitement traditionnels restent toujours au quatre premières places. Parallèlement, des filtres qui jusque là n'avaient pas été identifiés surgissent sans aucune explication.

Le rapport 2003 va encore plus loin dans le changement avec une modification de la cible de calcul. Alors que jusqu'ici, le calcul portait sur l'ensemble des portefeuilles dédiés et des fonds mutuels, le calcul ne porte plus que sur les fonds mutuels qui représentent une part assez minime des encours en filtrage comme on peut le constater dans le tableau suivant :

|                                             | 1995 | 1997 | 1999 | 2001 | 2003 |
|---------------------------------------------|------|------|------|------|------|
| <i>Encours Fonds Mutuels</i>                | 12   | 96   | 154  | 136  | 151  |
| <i>Encours Portefeuilles filtrés dédiés</i> | 150  | 433  | 1343 | 1874 | 1992 |
| <i>Total (milliards d'euros)</i>            | 162  | 529  | 1497 | 2010 | 2143 |
| <i>Nombre de fonds mutuels</i>              | 55   | 139  | 168  | 181  | 200  |

Tableau 7 : Source Rapport US SIF 2003

Le principe des fourchettes de pourcentage initié en 2001 est conservé en 2003 mais ici se rajoute le montant exact d'encours concerné par tels ou tels filtres qui concernent uniquement l'univers des fonds mutuels. Cette évolution du dispositif de calcul, pourtant considérable n'est justifiée à aucun moment alors que l'ensemble de ces rapports se distingue généralement par l'affichage d'une grande transparence méthodologique.

Ce choix de la réduction de la cible de calcul semble aussi procéder de la volonté de minimiser le poids des filtres d'évitement. En effet, c'est justement au sein de l'industrie de la gestion collective des fonds mutuels ISR que les stratégies de filtrage les plus avancées sont utilisées notamment avec l'application de plusieurs filtres, stratégie jugée comme la meilleure par l'US SIF. Toutefois, comme l'a déconstruit une recherche de la veille stratégique de la Caisse des Dépôts et Consignation<sup>86</sup>, plus de 60% des encours concernés par la pratique du filtrage sont ceux de grands institutionnels (fonds de pensions publics) qui en général placent leurs fonds en gestion dédiée avec des filtres d'évitement très simples (tabac, politique d'investissement en Irlande du Nord, entreprises du disque ou du cinéma au Texas).

Ici revient donc la possibilité d'une controverse de calcul sur la grande flexibilité de l'agence calculatrice dans l'établissement de l'univers des entités à faire entrer dans l'espace de calcul. L'ensemble de ces éléments a permis ainsi à certains représentants de la gestion d'actifs en France de remettre finalement en question la position de leader de l'ISR à la

<sup>86</sup> Arnaud, E, 2003, « L'investissement socialement responsable aux Etats-Unis, quels enseignements pour le marché français ? », Note d'études de la veille stratégique de la Caisse des Dépôts et Consignations, 22 mai 2003.

gestion d'actifs américaine. Comme en France, les stratégies d'évitement et de prise de parole sont quasiment inexistantes et que l'ISR se définit essentiellement autour de la stratégie de filtrage positif, les encours comptabilisés par l'US SIF sont considérés comme peu propices à la comparaison car il faudrait pouvoir détacher avec précision les encours du filtrage positif<sup>87</sup>.

| Date                                        | 1995                                 | 1997                                 | 1999                                 | 2001                                               | 2003                                                                         |
|---------------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| Type de Filtre                              | % sur l'ensemble des encours filtrés | % sur l'ensemble des encours filtrés | % sur l'ensemble des encours filtrés | fourchette de % sur l'ensemble des encours filtrés | fourchette de % et encours concerné en milliards de \$ sur les fonds mutuels |
| Tabac                                       | 86%                                  | 84%                                  | 96%                                  | 50% et +                                           | 80%-124                                                                      |
| Alcool                                      | 73%                                  | 68%                                  | 83%                                  | 50% et +                                           | 50%-93                                                                       |
| Armes                                       | 64%                                  | 69%                                  | 81%                                  | 50% et +                                           | 20%-23,8                                                                     |
| Jeux                                        | ?                                    | 72%                                  | 86%                                  | 50% et +                                           | 20%-28,8                                                                     |
| Droits de l'homme                           | 42%                                  | 23%                                  | 43%                                  | 50% et +                                           | 15%-11,2                                                                     |
| Environnement                               | 38%                                  | 37%                                  | 79%                                  | 50% et +                                           | 30%-28,9                                                                     |
| Droits des animaux                          | 24%                                  | 7%                                   | 15%                                  | 49% à 30%                                          | 6%-6,6                                                                       |
| Droits des employés                         | 22%                                  | 25%                                  | 38%                                  | 49% à 30%                                          | 20%-31,1                                                                     |
| Avortement/Contrôle des naissances          | ?                                    | 50%                                  | 23%                                  | 30% et -                                           | 6%-6,5                                                                       |
| Egalité/Non discrimination                  |                                      |                                      |                                      | 50% et +                                           | 15%-22                                                                       |
| Investissement dans la communauté           |                                      |                                      |                                      | 49% à 30%                                          |                                                                              |
| Relations avec la communauté                |                                      |                                      |                                      | 49% à 30%                                          | 15%-10,3                                                                     |
| Indemnités de la direction                  |                                      |                                      |                                      | 30% et -                                           | 15%-10,3                                                                     |
| Utilité des produits et services            |                                      |                                      |                                      |                                                    | 15%-16,6                                                                     |
| Pornographie                                |                                      |                                      |                                      |                                                    | 6%-8,8                                                                       |
| Divertissement Anti-famille                 |                                      |                                      |                                      |                                                    | 6%-0,5                                                                       |
| Style de vie hors mariage                   |                                      |                                      |                                      |                                                    | 6%-0,09                                                                      |
| Institutions financières pratiquant le prêt |                                      |                                      |                                      |                                                    | 6%-0,05                                                                      |
| Produits de santé                           |                                      |                                      |                                      |                                                    | 6%-0,02                                                                      |
| Produits à base de porc                     |                                      |                                      |                                      |                                                    | 6%-0,01                                                                      |
| Contraceptifs                               |                                      |                                      |                                      |                                                    | 6%-0,005                                                                     |

Tableau 8 : Source Rapport US SIF 1995 à 2003

<sup>87</sup>Bollon, P, 2003, « Vers des invest'acteurs ? », in *Développement Durable et Gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur*, Les cahiers de l'ORSE, Editions d'organisation, p36.

L'activisme actionnarial prend une importance de plus en plus forte dans les rapports 2001 et 2003 avec de nombreuses améliorations à noter dans la sophistication des éléments de calcul sur les orientations de dépôt de résolutions avec des emprunts de plus en plus massifs à l'agence calculatrice mise en place par l'ICCR. Dans le rapport 2001 comme celui de 2003, on retrouve non seulement des éléments sur les dépôts de résolutions mais aussi sur le nombre de résolutions votées, le nombre de résolutions retirées pour raisons techniques ou pour raison de succès du processus de dialogue avec les entreprises ainsi que des définitions beaucoup plus précise de l'objet des dépôts de résolution.

|                               | <b>2000</b> | <b>2001</b> | <b>2002</b> |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Résolutions déposées</i>   | 251         | 269         | 292         |
| <i>Résolutions retirées</i>   | 150         | 160         | 159         |
| <i>Moyenne des % de votes</i> | 7,5         | 8,7         | 9           |

Tableau 9 : Source Rapport US SIF 2003

**FIGURE 11: STATUS OF SOCIAL AND CROSSOVER RESOLUTIONS  
2001, 2002, 2003\***

**Social Policy Shareholder Resolutions**

| Subject                            | Number of resolutions |      |       |           |      |       |          |      |       | Average Votes |      |       |
|------------------------------------|-----------------------|------|-------|-----------|------|-------|----------|------|-------|---------------|------|-------|
|                                    | Proposed              |      |       | Withdrawn |      |       | Voted On |      |       |               |      |       |
|                                    | 2001                  | 2002 | 2003* | 2001      | 2002 | 2003* | 2001     | 2002 | 2003* | 2001          | 2002 | 2003* |
| Banking / Insurance**              | 10                    | 10   | 6     | 6         | 8    | 3     | 3        | 2    | 1     | 4.6           | 4.7  | 8     |
| Charitable Contributions           | 6                     | 9    | 21    | 1         | 2    | 1     | 2        | 3    | 1     | 3.6           | 3.2  | 2.6   |
| Environment:                       |                       |      |       |           |      |       |          |      |       |               |      |       |
| Resource Use / Energy / Toxins     | 24                    | 34   | 33    | 5         | 8    | 7     | 19       | 21   | 12    | 7.2           | 9.3  | 11.3  |
| CERES / Reporting                  | 9                     | 8    | 13    | 4         | 4    | 6     | 5        | 3    | -     | 9.2           | 7.8  | -     |
| GMOs                               | 19                    | 14   | 13    | 3         | 3    | 1     | 13       | 11   | 4     | 7.9           | 5.7  | 4.4   |
| Climate Change                     | 6                     | 21   | 21    | 2         | 13   | 10    | 4        | 6    | 9     | 9.5           | 18.8 | 16.3  |
| Equal Employment                   | 27                    | 34   | 34    | 14        | 13   | 13    | 10       | 16   | 7     | 11.3          | 16.6 | 28.9  |
| Global Labor Standards             | 48                    | 48   | 47    | 7         | 16   | 20    | 28       | 27   | 8     | 8.5           | 8.8  | 10.3  |
| Human Rights                       | 19                    | 16   | 16    | 3         | 2    | 5     | 11       | 13   | 6     | 9.3           | 7.4  | 10.3  |
| Militarism & Violence              | 13                    | 10   | 9     | 1         | 1    | -     | 11       | 10   | 6     | 6             | 5.5  | 6.2   |
| Northern Ireland                   | 11                    | 13   | 10    | 6         | 6    | 2     | 5        | 7    | 4     | 17.5          | 12.8 | 8.3   |
| Pharmaceutical Access / Healthcare | 9                     | 20   | 5     | 2         | 11   | 3     | 7        | 5    | 1     | 6.9           | 3.7  | 13.3  |
| Political Contributions / Ties     | 12                    | 9    | 6     | -         | -    | -     | 10       | 8    | 4     | 5.9           | 5.8  | 5.6   |
| Tobacco                            | 13                    | 13   | 21    | 4         | 2    | 7     | 9        | 9    | 11    | 7.2           | 5.9  | 9.1   |
| Other ***                          | 10                    | 11   | 27    | 4         | 2    | 5     | 3        | 5    | 9     | 4.4           | 9.2  | 12.6  |
| Total                              | 236                   | 270  | 282   | 62        | 91   | 83    | 140      | 146  | 83    | 7.9           | 8.3  | 10.5  |

**Status of Crossover Shareholder Resolutions**

| Subject                           | Number of resolutions |      |       |           |      |       |          |      |       | Average Votes |      |       |
|-----------------------------------|-----------------------|------|-------|-----------|------|-------|----------|------|-------|---------------|------|-------|
|                                   | Proposed              |      |       | Withdrawn |      |       | Voted On |      |       |               |      |       |
|                                   | 2001                  | 2002 | 2003* | 2001      | 2002 | 2003* | 2001     | 2002 | 2003* | 2001          | 2002 | 2003* |
| Board Diversity                   | 13                    | 11   | 10    | 6         | 6    | 1     | 6        | 4    | 2     | 20.5          | 21.9 | 26.8  |
| Executive Pay & Social Benchmarks | 17                    | 8    | 11    | 3         | 1    | 2     | 12       | 7    | 5     | 9.6           | 11.5 | 9.8   |
| Review / Freeze Executive Pay     | 3                     | 3    | 7     | -         | 1    | 1     | 2        | 2    | 5     | 7.5           | 3    | 9.7   |
| Total                             | 33                    | 22   | 28    | 9         | 8    | 4     | 20       | 13   | 12    | 12.5          | 12.1 | 15.4  |
| Social + Crossover TOTAL          | 269                   | 292  | 310   | 71        | 99   | 87    | 160      | 159  | 95    | 8.7           | 9    | 11.4  |

\* 2003 Resolutions for meetings from January 1, 2003 - June 15, 2003. Vote averages for 2003 reflect vote counts available to IRRC as of June 15 for resolutions that came to a vote.

\*\* "Banking/Insurance" resolutions include adoption of stricter criteria for emerging market loans, review of social criteria in financial ventures, and prevention of predatory loans.

\*\*\* "Other" includes local concerns about operations, guns, smuggling, political balance in news programs, and other media topics, among other resolutions.

Une rubrique a aussi été ajoutée sur les tendances futures de l'activisme actionnarial. En 2001 comme en 2003, la tendance décryptée par les auteurs du rapport est la convergence des préoccupations des grands institutionnels (fonds de pension publics) qui s'engagent depuis un certain temps sur la question de la mise en place d'une gouvernance d'entreprise<sup>88</sup> soucieuse de faire valoir le droit des actionnaires avec celles des investisseurs socialement responsables les plus actifs, qui se révèlent eux plus soucieux des autres parties prenantes de l'entreprise comme les salariés, l'environnement et la société civile<sup>89</sup>. Chaque partie est décrite comme commençant à s'intéresser à l'autre et même en voie de trouver des terrains d'entente comme sur le changement climatique. Ce dernier est à la fois interprété comme un risque financier pour les actionnaires et un risque sociétal majeur pour l'ensemble des parties prenantes.

C'est pourquoi en 2003, une nouvelle catégorie de résolution est créée, les résolutions de jonction censées fusionner les préoccupations des deux camps comme, par exemple, les résolutions demandant aux entreprises de relier les rémunérations de la direction aux performances sociales et environnementales. Les résolutions ayant trait à la gouvernance, même si elles ne sont pas comptabilisées dans le calcul, sont recensées dans un tableau séparé avec la suggestion de les inclure dans un futur proche.

Dans la rubrique *Tendances de l'engagement actionnarial*, le rapport 2003 souligne aussi les nouvelles exigences de la SEC édictée en 2003 et devant être appliquée d'ici l'été 2004 envers les fonds mutuels et les conseillers en investissement. La réglementation exige qu'ils révèlent quelles sont leurs politiques de vote en assemblée générale d'actionnaire, leurs procédures techniques pour procéder au vote et les choix de votes finalement faits. Certains acteurs de l'ISR, qui avaient déjà réalisé cet effort de transparence vis-à-vis de leurs souscripteurs, se retrouvent ainsi propulsés comme meilleurs élèves dans la communauté des gestionnaires d'actifs qui vont tous devoir, de grès ou de force, suivre la même voie.

Le rapport 2003 souligne aussi l'implication de certains grands fonds de pension représentant des sommes très importantes dans un activisme actionnarial centré sur le changement climatique, qui de leur point de vue pourrait à terme constituer un levier de croissance et d'influence de l'ISR comparable à celui qu'avait pu être la lutte anti-apartheid.

Finalement il faut noter que les deux rapports 2001 et 2003 possèdent une nouvelle rubrique sur les tendances internationales de l'ISR, preuve à la fois que le mouvement de

---

<sup>88</sup> Voir glossaire

<sup>89</sup> Voir le chapitre VI pour des éléments d'approfondissement sur cette question.

l'ISR américain s'ouvre aux autres initiatives en matière d'ISR et que ces mêmes initiatives commencent à être suffisamment structurées pour qu'on puisse en donner des éléments de qualcul et de calcul.

Dans le rapport 2001, les éléments donnés sont très généraux et servent directement à renforcer l'argumentaire général du rapport sur la prise d'importance internationale de l'activisme d'actionnarial et du mouvement de la responsabilité sociale de l'entreprise.

En 2003, il s'agit plus de tenter de circonscrire et de quantifier les autres marchés de l'ISR au Canada, en Europe et en Asie à l'aide d'agences calculatrices implantées dans ces zones géographiques. Un point très important à souligner ici est le fait que le marché européen de l'ISR est décrit comme le marché véritablement leader sur l'ISR. Les auteurs s'appuient notamment ici sur l'existence d'avancées règlementaires connues sur la RSE et l'ISR dans de nombreux pays européens qui devrait faire à terme de l'Europe la place de diffusion la plus massive des pratiques ISR alors que les Etats-Unis restent à la traîne sur ce plan. Pour les acteurs américains de l'ISR s'appuyer sur l'exemplarité des approches menées en Europe devient donc une voie de pression stratégique sur les organes de régulation et le législateur américains.

**L'organisation US SIF est positionnée sur une certaine vision de l'ISR qui n'est pas sans influence sur le déploiement de son dispositif de calcul. L'agence calculatrice mise en place par l'investisseur institutionnel US SIF ne lui permet donc pas seulement de circonscrire et de donner à voir le marché américain de l'ISR. Elle lui permet aussi, par les choix de calculs faits et le discours normatifs produit pour en commenter les résultats, d'en modeler les contours voire de se positionner sur certaines grandes orientations stratégiques que les chiffres mettent ou ne mettent pas forcément en avant. Cet important effort de calcul et de qualcul consenti par cette organisation lui permet tout en influençant le cadre normatif dans lequel s'insèrent les pratiques socialement responsables de simultanément asseoir sa légitimité d'observateur incontournable du marché américain de l'ISR.**



## **2) La quantification du marché européen : des tentatives de calcul éclatées portées par des entrepreneurs institutionnels aux moyens limités**

L'ouverture de l'agence calculatrice américaine à l'international permet de faire rebondir l'analyse sur certaines agences calculatrices en Europe. Celles-ci vont aussi s'attacher à quantifier le marché de l'ISR européen mais avec des options de calcul et des difficultés de quantification qui vont comparativement se révéler très différentes de celles choisis et connues par l'entrepreneur institutionnel US SIF. Il va s'agir ici de s'intéresser à l'effort de calculabilité opéré par deux entités très différentes pour circonscrire la taille du marché européen de l'ISR : SIRI Company et Eurosif.

La première organisation longtemps appelé SIRI Group, s'appelle aujourd'hui SIRI Company. Il s'agit d'une organisation professionnelle européenne à but lucratif regroupant un groupe d'agences d'évaluation et de notation extra-financières<sup>90</sup> qui vendent leurs services aux investisseurs et gérants professionnels souhaitant mettre en place une pratique d'ISR. Parallèlement, dès 1999, ce groupe d'agences et plus particulièrement son représentant italien, Avanzi SRI Research est impliqué dans la mise en place d'une base de donnée électronique sur les produits financiers ISR disponibles en Europe<sup>91</sup>. Au départ, cette base de données était hébergée par l'organisation CSR Europe, une organisation non lucrative de promotion du concept et des pratiques de RSE. Le temps passant, cette base de données a migré sur le site de SIRI Company. Elle est aujourd'hui en partie payante si l'utilisateur désire se servir de ses fonctions les plus avancées. La création de cette base de données recensant les fonds ISR européens a permis à Avanzi SRI Research, petite structure comportant moins de 3 employés de mettre en place une agence calculatrice et de réaliser depuis 1999 un rapport annuel visant à offrir une quantification du marché collectif de l'ISR ouvert aux souscripteurs particuliers.

Il faut souligner ici que cette agence italienne et le regroupement professionnel dont elle fait partie SIRI Company n'est pas comme l'US SIF une organisation non lucrative mais une société privée à but lucratif dont les principaux clients sont des professionnels de la gestion d'actifs. Ces professionnels qui achètent leurs analyses et leurs notes à ces agences s'en servent pour mettre sur le marché les entités qui sont ciblées par le calcul : les produits

---

<sup>90</sup> Pour une définition précise du terme agences d'analyse et de notation extra-financières, voir Chapitre IV.

<sup>91</sup> Le terme commun à l'ensemble de la communauté financière internationale pour définir ces différents produits de gestion collective est UCITS (Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities ». Il a été fixé en Europe par la directive N°85/611/EEC établi en 1985. Aux Etats-Unis, les UCITS sont généralement des fonds mutuels, en France, ils sont désignés par le terme OPCVM (organisme de placement collectif en valeur mobilière)

financiers ISR. Il n'est donc pas anodin ici que les fournisseurs en information extra-financière du marché des fonds ISR alors qu'ils occupent déjà celui de la qualification des entreprises sur le plan extra-financier.

La deuxième agence calculatrice étudiée ici est assez différente. Elle est pilotée par l'Eurosif, une organisation non lucrative similaire à celle étudiée pour le cas américain. Créée au début des années 2000 et financée en grande partie par des subventions de la Direction Générale de l'Emploi et des Affaires Sociales à la Commission européenne, sa mission est à la fois de promouvoir l'ISR au niveau européen et de soutenir l'harmonisation européenne des différentes initiatives ISR entreprises dans chaque pays. En 2003, L'Eurosif localisé à Paris met en mouvement un projet de quantification du marché institutionnel de l'ISR, qui vise à calculer la partie de la gestion collective et de la gestion dédiée pouvant être attribuée aux investisseurs identifiés comme institutionnels. Comme les moyens humains et financiers<sup>92</sup> de cette organisation en terme de recherche sont assez réduits, la décision est prise de sous-traiter à chaque Forum national la quantification de son marché. Si ces structures locales n'existent pas, des intervenants particuliers sont chargés de procéder à l'enquête par le biais d'un questionnaire commun à tous les pays.

Les ambitions de quantification sont ici beaucoup moins totalisantes que celles de l'agence calculatrice américaine. Alors que dans le cas américain, la puissance calculatrice a pour objectif de détacher et soumettre au calcul la moindre somme qui peut être identifiée comme ISR, les deux puissances calculatrices évoquées ici ne s'attachent qu'à rendre compte d'un segment délimité du marché de l'ISR.

Par ailleurs, les ambitions politiques affichées des deux entrepreneurs institutionnels sont beaucoup plus modestes que celle de l'US SIF. Alors que ce dernier, en véritable groupe de pression utilise son agence calculatrice pour démontrer la vitalité et promouvoir activement l'intérêt d'un mouvement dont l'objectif final proclamé est le changement du comportement des entreprises, les deux autres agences calculatrices sont présentées par les deux structures européennes de manière plus modeste. Elles sont identifiées à des outils de compréhension du champ de l'ISR au service de l'opinion publique et des professionnels de la Finance désireux de prendre la mesure quantitative du phénomène. Ainsi, il n'est jamais fait référence

---

<sup>92</sup> L'Eurosif d'abord uniquement représenté par un porte parole est aujourd'hui constitué d'une équipe de 4 personnes en comptant son directeur. Il est intéressant de noter que le directeur de cette structure européenne est d'origine américaine.

directement dans la série de rapports écrits étudiés des conséquences politiques de l'utilisation de la stratégie ISR par les investisseurs.

#### **A) Avanzi SRI Research et la quantification du marché des fonds ouverts européens**

Dans le rapport d'*Avanzi SRI Research*<sup>93</sup>, le point d'entrée de la mise en place du calcul est l'identification de produits financiers de gestion collective communément appelé « fonds ».

Trois grands principes d'identification sont mis en avant. Entrent dans le calcul, les fonds utilisant un principe de filtrage social, environnemental ou éthique, ouverts aux souscripteurs particuliers et vendus avec une étiquette de fonds ISR. En 2004, un quatrième principe d'identification de type réglementaire est ajouté puisque que ces fonds doivent aussi entrer dans la catégorie des UCITS. Les promoteurs de ces produits ont donc l'obligation d'être conscients du caractère ISR de leur démarche à la différence de ce qui prévaut dans le processus de quantification américain où une recherche active est faite pour dénicher les investisseurs pratiquant le filtrage mais n'ayant pas forcément une conscience claire de leur appartenance au mouvement de l'ISR. L'adoption de cette convention de détachement des entités permet aussi à l'agence calculatrice d'*Avanzi SRI Research* de gagner du temps sur le processus potentiel d'identification des fonds à inclure dans l'espace de calcul.

Le rapport évoque aussi les fonds qui sont exclus du calcul : les fonds donnant une part de leurs commissions ou de leurs profits à des organisations caritatives ou à des bonnes causes<sup>94</sup> sans processus de filtrage, les fonds investissant spécifiquement dans les technologies et l'industrie environnementales, les fonds uniquement ouverts aux investisseurs institutionnels et ceux appliquant un ou plusieurs filtres mais qui ne sont pas vendus comme des produits ISR.

Seule la pratique du filtrage est donc prise en compte. En revanche, la pratique de l'activisme actionnarial que pourrait potentiellement adopter les responsables de ces fonds n'est pas du tout évoquée.

---

<sup>93</sup> Les rapports d'*Avanzi SRI Research* sont téléchargeable gratuitement sur le lien : [http://www.avanzi-sri.org/eng/index\\_en.htm](http://www.avanzi-sri.org/eng/index_en.htm)

<sup>94</sup> Ces fonds sont désignés en France par la terminologie « fonds de partage ».

La principale difficulté de calcul identifiée est celle du double comptage des encours car en raison du décloisonnement des marchés financiers en Europe un produit de gestion collective peut être vendu dans plusieurs pays européens. La convention adoptée par l'agence calculatrice est d'identifier le fonds au pays d'origine de l'offreur et de ne prendre en compte son encours qu'une seule fois. Pour les fonds luxembourgeois qui peuvent être mis sur le marché européen par n'importe quel professionnel de la gestion d'actifs opérant sur la place financière internationale, la convention adoptée est d'identifier la nationalité de l'opérateur en question.

Les pays visés par le dispositif de calcul sont l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni. Ce périmètre ne correspond donc pas à la totalité des pays se trouvant sur le continent européen, ni à des périmètres plus précis comme le périmètre de la zone euro, ou celui de l'Union européenne. Ce choix de périmètre fait par l'agence calculatrice n'est ni explicité ni argumenté. On peut supposer ici que le choix s'est fait en fonction de l'accessibilité de ces aires de calcul à l'agence calculatrice, accessibilité dépendant notamment de la présence dans ces pays d'une agence d'évaluation et d'analyse extra-financière faisant partie de regroupement professionnel *SIRI Company* et pouvant transmettre de l'information aux salariés d'*Avanzi SRI Research*. Il faut ici noter que l'accessibilité des différentes aires géographiques à la procédure de calcul est très diversifiée. Les agences d'évaluation et de notation extra-financières peuvent être plus ou moins impliquées dans ce travail de quantification piloté par leur homologue italien. Par ailleurs, une zone comme la France n'est pas couverte par une agence implantée en France mais par l'agence belge qui est censée recueillir l'information pour la Belgique, la Suisse et l'Italie.

A partir de la définition de ce périmètre géographique et d'objets à soumettre aux calculs, l'agence calculatrice produit des résultats qui pourront être exportés par la suite dans d'autres espaces, notamment celui de l'espace médiatique.

Les deux principaux résultats concernent la quantification du nombre de fonds et celle de l'encours total des fonds ISR européens, résultats représentés dans les rapports à l'aide de graphiques. A chaque nouvelle édition, les chiffres dégagés dans les éditions précédentes sont disposés sur l'espace de représentation graphique du calcul pour faciliter l'analyse de la progression dans le temps du marché de l'ISR.

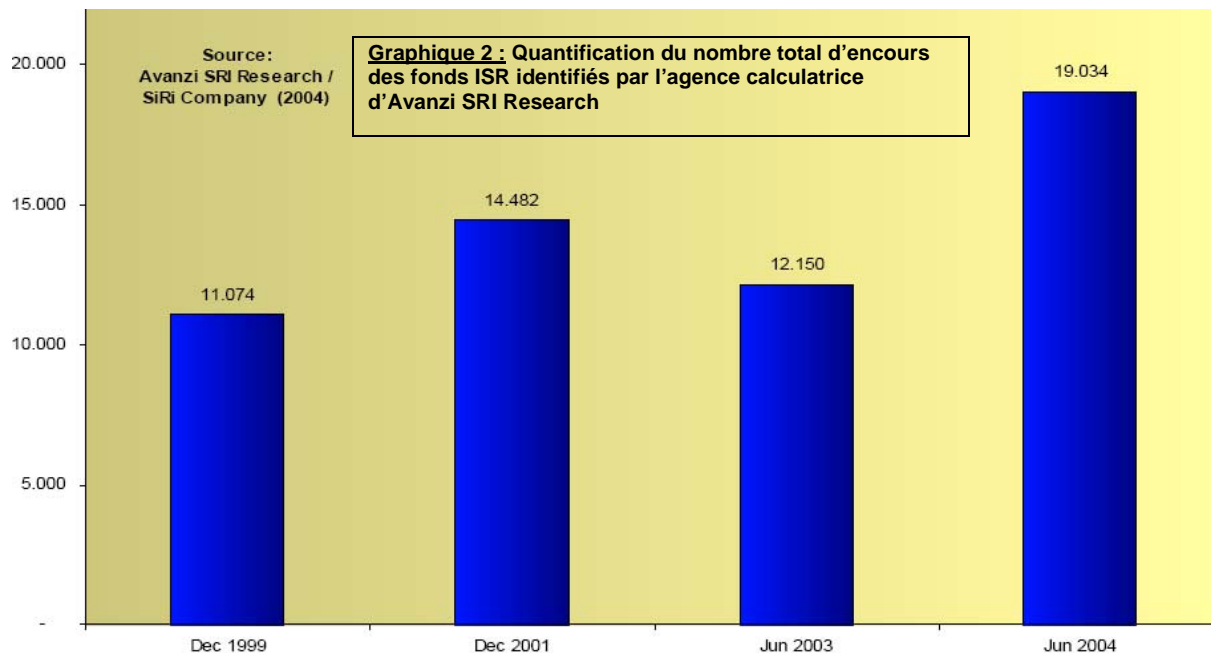
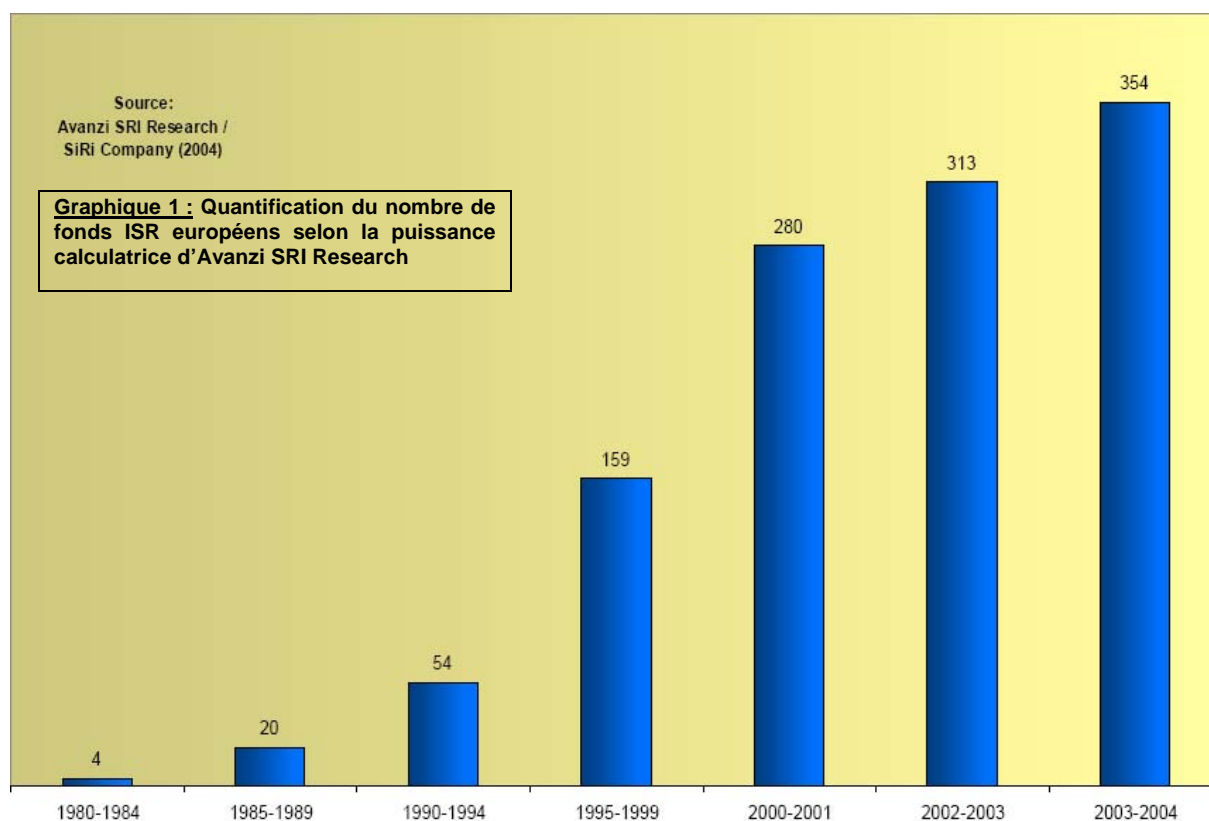
Si le discours prend acte de la croissance spectaculaire du nombre de fonds notamment entre les années 1999 et 2000, le discours sur la croissance des encours est beaucoup plus

modeste que celui adopté par l'US SIF. Cette modestie s'enracine principalement dans les résultats de la comparaison du marché des fonds ISR avec le marché global des fonds traditionnels entrant dans la catégorie des « UCITS ». Celle-ci ne permet en rien d'adopter le ton optimiste voire vainqueur du rapport de l'US SIF. En effet la puissance calculatrice conclut ici que ce marché des fonds ISR représente depuis 1999 moins de 0,5% du marché total, soit une part marginale si ce n'est négligeable de la gestion d'actifs en Europe. Par ailleurs, même si cela n'est pas directement abordé par le rapport, les sommes oscillant autour des 15 milliards de dollars (juin 2003-Juin 2004) de la gestion collective ISR en Europe paraissent un peu étiquées par comparaison aux 151 milliards d'encours recensés par l'US SIF juste pour les fonds mutuels (novembre 2003).

Un autre résultat du calcul<sup>95</sup>, souvent repris dans l'espace médiatique est celui de la comparaison entre les différents pays ciblés qui permet de créer un classement des pays les plus et les moins avancés dans ce champ de la gestion collective ISR. Selon l'agence calculatrice, le Royaume-Uni, la Suède et l'Italie forment ici le trio de tête depuis 2001, alors que la France prend en 2004 la 4<sup>ème</sup> place aux Pays-Bas. Nous verrons plus tard que la mise à disposition de ces résultats va entraîner des controverses de calcul notamment en France où l'agence calculatrice mis en place par Novethic ciblant uniquement le marché de l'ISR français ne va pas aboutir au même résultat final.

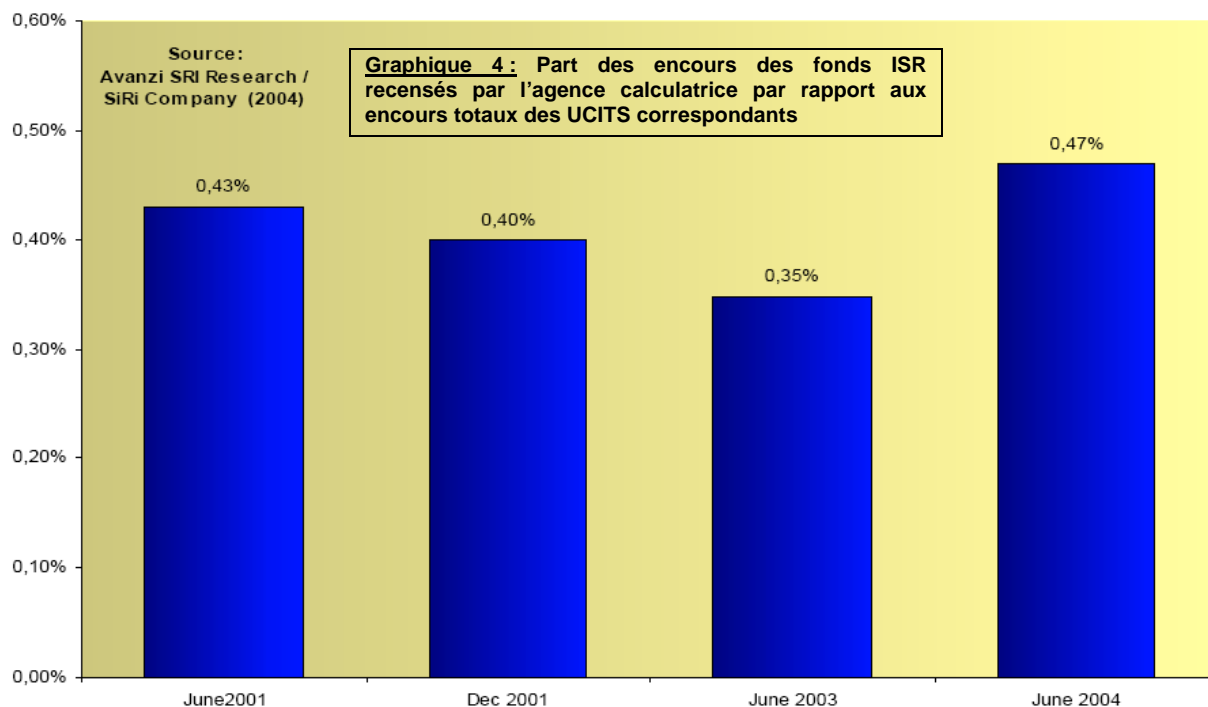
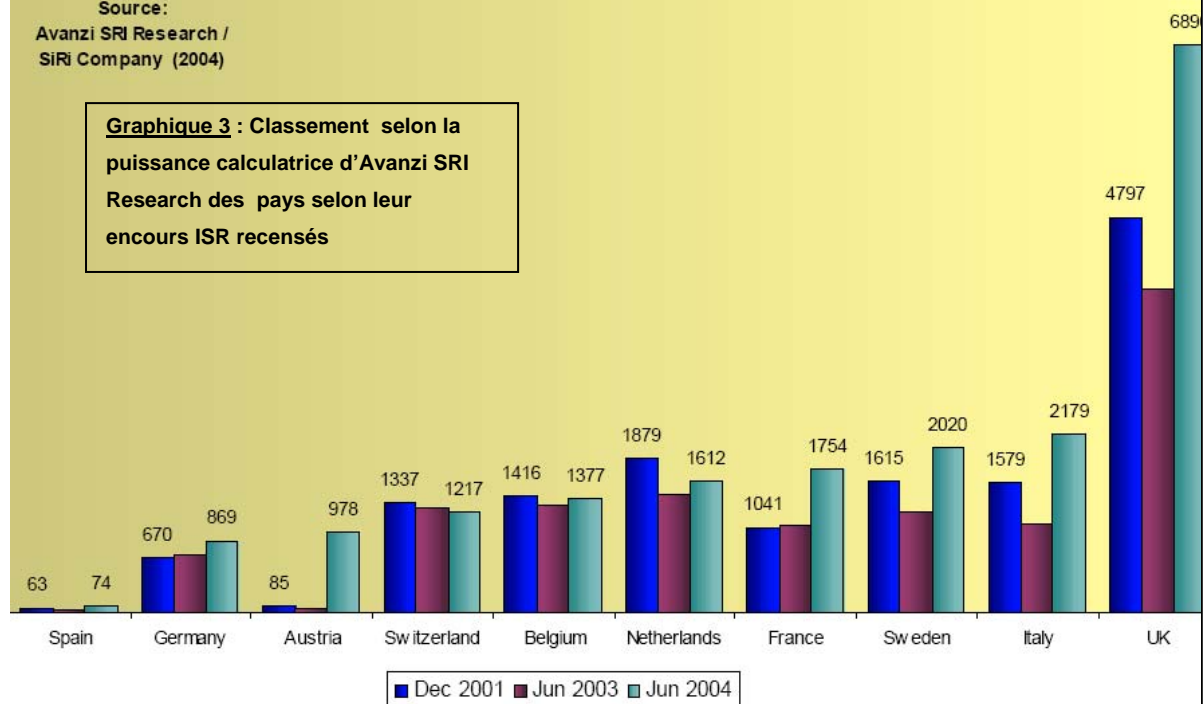
---

<sup>95</sup> On trouve aussi dans le rapport des résultats de calcul sur la taille moyenne des fonds ISR, le nom des entreprises que l'on retrouve le plus souvent dans le portefeuille de ces fonds, des éléments sur la performance et sur les frais de gestion de ces produits financiers.



Source:  
Avanzi SRI Research /  
SiRi Company (2004)

**Graphique 3 : Classement selon la puissance calculatrice d'Avanzi SRI Research des pays selon leur encours ISR recensés**



## **B) Eurosif et la quantification européenne du marché de l'ISR institutionnel**

Alors que le rapport du groupe SIRI Company n'aborde ni les aspects de définition du mouvement de l'ISR, ni ses aspects historiques et les débats qui peuvent en agiter les principaux acteurs, le rapport de l'Eurosif publié à la fin 2003<sup>96</sup> lui, possède cette dimension avec des modalités toutefois très différentes de celles adoptées par l'US SIF.

Le principal pari de l'Eurosif sur ce projet de quantification est d'arriver à diffuser une définition de l'ISR permettant d'en englober toutes les particularités européennes en se concentrant sur une part précise de ce marché : la gestion ISR pour compte d'investisseurs institutionnels. L'agence calculatrice procède donc à un travail préalable de définition de la catégorie des investisseurs institutionnels, des pratiques que l'on désigne sous le terme d'ISR et propose aussi un glossaire de termes très précis permettant de créer une convention de départ entre différents contributeurs et lecteurs du rapport.

Dans la première partie de synthèse sur l'Europe, la catégorie des investisseurs institutionnels<sup>97</sup> est définie de la manière suivante. Sont considérés comme investisseurs institutionnels non seulement les sociétés qui investissent avec leur propre argent ( les compagnies d'assurances, les banques et les entreprises) qui selon le rapport correspondent à une vision réduite de cette catégorie mais aussi les églises, les organisations caritatives et les fondations. Une troisième catégorie inclue sont les investisseurs gérant de l'argent pour le compte d'autres épargnants, c'est-à-dire principalement les fonds de pension et autres structures qui gèrent l'épargne (retraite) de bénéficiaire finaux par des solutions de capitalisation sur les marchés financiers<sup>98</sup>. Nous verrons plus tard que, selon les pays, cette définition de la catégorie des investisseurs institutionnels va être diversement retraduite selon les contextes nationaux.

L'idée qui sous-tend ce choix de cibler le calcul sur cette catégorie est de procéder à la quantification de ce qui est encore mal connu en Europe par rapport aux Etats-Unis, c'est-à-dire la gestion dédiée pour le compte d'institutionnels sachant que l'information est censée

---

<sup>96</sup> Le rapport 2003 de l'Eurosif « Socially Responsible Investment among European Institutional Investors » est téléchargeable sur le site : <http://www.eurosif.org/pub2/lib/2003/10/srirept/index.shtml>

<sup>97</sup> Selon les ouvrages, les définitions du terme investisseur institutionnel même si elles ne divergent jamais totalement, possèdent des limites floues. Dans Boubel, A, Pansard, F, 2005, *Les investisseurs institutionnels*, Collection Repères, Edition La Découverte, Paris, p 3, les investisseurs institutionnels sont définis comme « les investisseurs autres que les individus qui ont pour fonction d'investir sur les marchés financiers l'épargne collectée auprès des ménages. » Ils sont constitués pour les auteurs essentiellement des organismes de placement collectif (OPCVM), des compagnies d'assurance et des fonds de pension. Dans ce travail récent de recherche en Finance, les auteurs choisissent donc d'identifier essentiellement la troisième catégorie identifiée par l'agence calculatrice de l'Eurosif comme faisant partie de la catégorie des investisseurs institutionnels.

<sup>98</sup> Pour des éléments approfondis sur ce point, se référer au chapitre VII.



être plus difficile à obtenir que pour la gestion collective ouverte où l'information est publique.

En ce qui concerne, la mise au point d'une définition fixe du mouvement de l'ISR, le rapport s'attache à préciser que d'un point de vue strictement pragmatique, il n'existe pas de définition unique de l'ISR. C'est pourquoi, il est plus simple pour opérer à la quantification du mouvement de procéder par la définition de « couches successives » qui vont être identifiées finalement, comme pour l'agence calculatrice de l'US SIF, en fonction d'une typologie de pratiques.

La première couche identifiée est désignée comme le « cœur » de l'ISR. Elle se caractérise par la pratique d'un filtrage élaboré incluant à la fois du filtrage positif dont la forme la plus connue est l'approche dite « des meilleurs de la classe » auquel peut s'ajouter du filtrage négatif multidimensionnel.

La deuxième couche identifiée est celle qui englobe la pratique des filtres d'exclusion simple c'est-à-dire la mise en place d'un filtre négatif unidimensionnel sur un secteur d'activité (le tabac) ou sur une pratique (violation des droits de l'homme).

Quant à la troisième couche, qui, si on suit la métaphore de la structuration par couche, serait l'écorce du mouvement de l'ISR, il s'agit des procédures d'engagement correspondant à la pression faite par les investisseurs au niveau des directions d'entreprise pour prendre en compte les questions de responsabilité sociale des entreprises. Même si le terme « engagement » est préféré, cette troisième pratique correspond donc dans les grandes lignes à la rubrique de la « shareholder advocacy » de l'US SIF quantifié notamment grâce à la mesure des actions de vote mais englobant aussi dans les deux cas, le dialogue avec les entreprises et l'activisme en assemblée générale d'actionnaire. Cette représentation graphique tirée du rapport de l'Eurosif illustre cette idée de couches successives:

| Core SRI | Adding SIMPLE EXCLUSIONS <sup>4</sup> | Adding ENGAGEMENT <sup>5</sup> |
|----------|---------------------------------------|--------------------------------|
| 34       | 218                                   | 336                            |

The diagram illustrates the growth of the SRI universe through three successive layers. The first layer, 'Core SRI', starts with 34 entities. The second layer, 'Adding SIMPLE EXCLUSIONS', expands this to 218 entities. The third layer, 'Adding ENGAGEMENT', further expands the universe to 336 entities. The numbers are presented in a table where the values increase from left to right, representing the cumulative effect of each layer.

Capture d'écran, Les pratiques ISR, Rapport Eurosif 2003

Nous pouvons constater à la fois des convergences et des différences entre les définitions adoptées par les agences calculatrices de l'US SIF et de l'Eurosif.

Une mise en avant similaire des processus de filtrage positif est à noter. C'est encore plus probant dans le cas européen où cet ensemble de pratiques est considéré comme le « cœur de l'ISR ». Une gêne commune est partagée sur les stratégies d'évitement simple, gêne qui se retrouve encore plus présente dans le rapport de l'Eurosif. Par exemple, dans ce dernier, le fait que cette deuxième couche du filtrage négatif représente la plus grosse partie des encours n'est pas commenté, voire, est même mis en retrait par l'adoption d'une présentation des chiffres ne précisant pas le montant direct des encours investis sur chaque pratique :

|                                 | <b>Chiffres reconstitués</b> | <b>Part en %</b> | <b>Présentation choisie par l'Eurosif: l'addition des couches</b> |
|---------------------------------|------------------------------|------------------|-------------------------------------------------------------------|
| <i>Filtrage élaboré</i>         | 34                           | 10%              | 34                                                                |
| <i>Exclusions simples</i>       | 184                          | 55%              | 218                                                               |
| <i>Engagement</i>               | 118                          | 35%              | 336                                                               |
| <i>Total (milliards d'euro)</i> | 336                          | 100%             | 336                                                               |

Tableau 10 : Source Rapport Eurosif p 10

C'est bien la pratique de l'exclusion simple dont les encours atteignent presque les 200 milliards de dollars soit 55% de l'encours total qui constitue le gros des encours ISR. Or ici dans de nombreux passages du rapport, se dégage en filigrane une sorte de controverse interne sur la pertinence de la prise en compte de ce type de filtrage dans l'identification du mouvement même de l'ISR, les auteurs étant parfois amenés à tenter de défendre cette pratique considérée par certains experts de l'ISR (selon les mots du rapport) comme « une pratique bradée par rapport au vrai ISR, c'est-à-dire l'ISR du filtrage positif<sup>99</sup> ». Ce malaise sur la prise en compte de cette pratique s'illustre aussi dans la section consacrée spécifiquement aux Pays-bas et prise en charge par le Forum pour l'investissement responsable néerlandais. Dans cette dernière, les auteurs expliquent que l'exclusion simple n'a pas été prise en compte dans leur processus de quantification du marché de l'ISR institutionnel car ce choix aurait eu pour conséquence de gonfler artificiellement le montant des encours de l'ISR néerlandais puisque la plupart des fonds de pensions néerlandais appliquent ce type de filtre non pas tant dans une stratégie d'ordre ISR mais dans un souci de gestion des risques. Cette position va donc ici ouvertement à l'encontre de la procédure de

<sup>99</sup> Rapport Eurosif 2003, p14.

calcul présentée et proposée dans la section générale sur l'Europe sans explicitations précises sur cette différenciation des stratégies de calcul.

Sur les aspects de différenciation, il faut d'abord constater le rejet, dans la procédure de détachement des entités à calculer, du mouvement de l'investissement dans la communauté considéré comme un objet trop spécifique et nécessitant une étude particulière à l'échelle européenne que les forums de l'ISR, seuls, ne pourraient mener à bien.

Par ailleurs la position sur la pratique de l'engagement vis-à-vis des entreprises n'est pas du tout comparable. Dans les rapports américains, l'engagement actionnarial (plutôt désigné par le terme *activisme actionnarial*), dont l'impact est mesurable grâce à la quantification des encours que représentent les acteurs déposant des résolutions en assemblée générale d'actionnaire, fait figure de pilier central de la panoplie de l'investissement socialement responsable en terme d'encours mais surtout d'efficacité. Dans le rapport européen, la présentation de cette pratique est beaucoup plus nuancée. En premier lieu le rapport souligne qu'elle n'est pas égale dans tous les pays européens voire qu'aujourd'hui elle ne concerne véritablement que les britanniques. De plus, elle est très difficilement quantifiable car à la différence des Etats-Unis où le dépôt de résolutions permet d'en donner la mesure, elle passe essentiellement au Royaume-Uni par le dialogue privé avec les entreprises, dialogue qui se révèle plus ou moins informel selon les acteurs impliqués. L'agence calculatrice est donc dans l'obligation ici de faire confiance aux déclarations des investisseurs socialement responsables qui pratiquent ce dialogue sans possibilité de procéder au calcul des dépôts de résolutions ou même des prises de parole publiques en assemblées générales d'actionnaires. Pour les auteurs du rapport, « il s'agit d'un flou préjudiciable à la réelle visibilité de cette pratique en Europe<sup>100</sup> ».

Le filtrage élaboré est donc pour l'Eurosif, même s'il récolte la part d'encours la plus faible (10%), la catégorie unificatrice et constitutive de la philosophie d'un ISR européen qui s'attelle à la fois au concept du développement durable et à celui de la responsabilité sociale dans l'objectif de concilier les différentes parties prenantes autour des dimensions économiques, sociales et environnementales dans une harmonie bienfaitrice pour les générations futures. Le futur de l'ISR et sa croissance sont ainsi reliés à la montée en puissance de ces deux mouvements et de leurs influences croissantes croisées sur les élites

---

<sup>100</sup> Rapport Eurosif 2003, p14.

dirigeantes des différents pays et sur les acteurs des grandes instances internationales. Il est ainsi pronostiqué que le noyau dur de l'ISR ne pourra sortir de sa niche que si les différents promoteurs du développement durable et de la RSE, dont font partie les promoteurs de l'ISR, font la preuve concrète ou du moins persuadent la communauté financière européenne et internationale de la réalité de l'hypothèse clef et commune de ces deux imaginaires mobilisateurs. Celui-ci peut se résumer par la proposition officielle suivante : A long terme, les entreprises qui seront respectueuses des principes du développement durable et de la RSE, seront les plus rentables économiquement et les investisseurs pionniers qui auront fait le pari d'investir dans ces entreprises seront gagnants financièrement sur le long terme.

Une forte porosité est à noter généralement dans le rapport entre ces deux imaginaires mobilisateurs qui s'illustre notamment par la formulation dans le glossaire de l'idée qu'ISR peut certes se traduire en langue anglaise par « Socially Responsible Investment » mais aussi par « Sustainable Responsible Investment. »

La partie sur l'histoire du mouvement de l'ISR européen est très succincte en regard de ce qui a pu être fait dans les premiers rapports de l'US SIF. Il n'y a pas de véritable tentative de reconstruction d'un passé originel et trans-européen de l'ISR. La mention rapide aux initiatives du mouvement Quaker dans les années vingt et de la diffusion des principes de Morale financière dans les années soixante aux investisseurs européens d'obédience religieuse n'empêchent pas les auteurs de dater l'émergence du mouvement de l'ISR en Europe de la période des années quatre-vingt dix, époque à laquelle les mouvements du développement durable et de la RSE s'installent durablement sur la scène européenne.

Le rapport revient ainsi sur l'ensemble des réformes réglementaires et législatives et des initiatives volontaires qui ont fait surgir le mouvement de l'ISR. Parallèlement à l'hypothèse de la croissance future des encours en ISR notamment par l'impulsion des fonds de pension, la partie de synthèse sur l'Europe fait aussi le pari qu'à terme les différentes appréhensions et application pratiques de l'ISR selon les pays vont converger vers la prise en compte harmonisée des critères sociaux, environnementaux et éthiques qui doit se coupler avec la prise en compte aujourd'hui plus harmonisée des questions de gouvernement d'entreprise.

Si l'harmonisation des conceptualisations de l'ISR est pronostiquée par les auteurs, l'étude des sections consacrées à chaque pays, permet d'affirmer que l'harmonisation des puissances calculatrices, certes plus triviales, n'a pas été forcément atteinte en raison d'une

mise en place pratique très hétéroclite des agences calculatrices sur les différentes aires géographiques. Il faut souligner ici qu'il s'agit d'une première tentative de quantification plus comparable, en ce qui concerne la maturité de l'agence calculatrice du rapport de l'année 1995 de l'US SIF, que de celui de l'année 2003. De surcroît, l'exercice de quantification se porte sur une cible plus complexe que celle choisie par la SIRI Company, c'est-à-dire la gestion ISR institutionnelle qui se révèle plus difficile à circonscrire car elle ne concerne pas forcément le même type d'acteurs selon les pays, acteurs qui ne sont pas forcément ouverts à dévoiler la part de mandats de gestion dédiée que leur confient les investisseurs institutionnels.

La mise en place d'un questionnaire d'enquête par l'Eurosif, la structure coordinatrice, devait servir à mener l'enquête dans tous les pays ciblés. Ce questionnaire avait pour objectif de recueillir à la fois des éléments de calcul sur les montants totaux ISR gérés pour et par des institutionnels mais aussi des éléments de qualcul sur la répartition des encours entre les différents types de pratiques distinguées au préalable ou encore sur le type d'investisseurs institutionnels concernés.

Cependant, une grande hétérogénéité dans la mise en application pratique peut être constatée. Si, à l'exception de l'Espagne ou de la Suède où l'enquête n'a pas eu lieu, les forums nationaux pour l'investissement responsable locaux prennent en charge cette enquête, il est assez difficile de déterminer précisément quels sont, dans chaque pays, les moyens humains alloués à ce process de quantification.

Par ailleurs, comme l'illustre le tableau ci-dessus, selon les pays, les cibles visées par l'enquête ne sont pas forcément les mêmes. Alors qu'au Royaume-Uni et aux Pays-Bas l'enquête vise les responsables de la gestion d'actifs des grands fonds de pension, dans les autres pays, les cibles visées s'élargissent aux professionnels de la gestion d'actifs, de préférence connus pour avoir une offre ISR dans le but d'essayer de déterminer qui, parmi cet échantillon, fait de la gestion ISR pour le compte d'investisseurs institutionnels. Par conséquent, le nombre de personnes visées et le taux de réponses s'il est précisé, varient fortement d'une enquête à l'autre (de 65 à 25% selon le calcul du taux de réponses par organisation ciblée.)

| Pays               | Prise en charge de l'enquête                                                        | Nombre d'enquêtés ciblés | Type d'enquêtés ciblés                                                               | Taux de réponse en terme de sociétés | Taux de réponse en terme d'encours total gérés sur le marché national |
|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|
| <i>France</i>      | 2 personnes (SIF local et Eurosif) et recoupement avec les données locales Novethic | 44                       | Gérants d'actifs impliqués dans l'ISR                                                | 60%                                  | 80%                                                                   |
| <i>Pays-Bas</i>    | SIF local                                                                           | ND                       | Fonds de pension, compagnies d'assurance, organisations caritatives                  | ND                                   | 79%                                                                   |
| <i>Italie</i>      | SIF local                                                                           | ND                       | Ensemble de la communauté des gérants d'actifs                                       | 27%                                  | 78%                                                                   |
| <i>Royaume-Uni</i> | SIF Local (stagiaire chargé de l'enquête)                                           | 25                       | Principaux gérants d'actifs pour des fonds de pensions et des compagnies d'assurance | 64%                                  | ND                                                                    |
| <i>Allemagne</i>   | SIF local                                                                           | 63                       | Gérants d'actifs                                                                     | 30%                                  | ND                                                                    |
| <i>Suisse</i>      | SIF local                                                                           | 16                       | Gérants d'actifs                                                                     | 30%                                  | ND                                                                    |
| <i>Autriche</i>    | SIF local                                                                           | 16                       | Gérants d'actifs                                                                     | 25%                                  | ND                                                                    |
| <i>Espagne</i>     | 3 personnes (Université/entreprise)                                                 | NA                       | NA                                                                                   | NA                                   | NA                                                                    |
| <i>Suède</i>       | Echec                                                                               | Echec                    | Echec                                                                                | Echec                                | Echec                                                                 |

Tableau 11 : Modalités pratiques de l'enquête Eurosif

Par ailleurs, les FIR<sup>101</sup> locaux ont une utilisation différenciée des autres agences calculatrices ayant déjà produit des résultats utilisables pour procéder à l'exercice de quantification imposée. Les FIR anglais et néerlandais n'hésitent pas à faire reposer toute une partie de la procédure de calcul et de qualcul, sur le travail d'agence calculatrice et qualculatrice pris en charge par d'autres acteurs. Le UK SIF utilise par exemple pour la comptabilisation des encours totaux en ISR des chiffres d'un ouvrage sur l'ISR publié en 2002<sup>102</sup> alors que leur propre enquête leur sert essentiellement à définir une répartition des différentes pratiques d'ISR pour les fonds de pension. Sur la quantification du mouvement de l'ISR pour les organisations caritatives, une autre enquête faite en parallèle par le UK SIF est utilisée. Des résultats d'autres enquêtes réalisées par cette structure permettent de donner des éléments sur les encours et la répartition des encours gérés par l'offre.

L'organisation néerlandaise, quant à elle, se fonde essentiellement sur une enquête déjà réalisée par une université et l'association des analystes financiers néerlandais mais aussi sur d'autres enquêtes dont le contenu n'est pas explicité. Les FIR français, italiens et

<sup>101</sup> Forum pour l'investissement responsable

<sup>102</sup> Sparkes, R, 2002, *ISR, une révolution mondiale*, Edition John Wiley and Sons.

allemands paraissent se reposer plus sur les résultats de l'enquête propre mais avec des succès et des modalités différentes. Alors qu'en France, c'est l'Eurosif et le FIR local qui mène conjointement l'enquête en s'appuyant sur les données recueillies par Novethic avec un taux de retour assez important, les allemands et les italiens semblent avoir eu certaines difficultés à atteindre une cible conséquente et à bien définir l'objet cible, c'est-à-dire la gestion ISR institutionnelle.

Cette question de l'identification de la cible est au cœur des difficultés d'harmonisation de l'enquête. Alors que les Anglais et les Néerlandais et dans une moindre mesure, les Allemands, semblent assez à l'aise avec l'identification de pratiques ISR propres aux fonds de pension et aux organisations caritatives, les choses se révèlent plus compliquées dans les autres pays. En France, par exemple, la catégorie juridique de fonds de pension n'existe pas en tant que telle même si certaines structures ont pour fonction de gérer les retraites complémentaires de certains groupes professionnels par le placement sur les marchés financiers. Au-delà de ce premier écueil des difficultés d'identification des parts gérés pour le compte d'investisseurs institutionnels se posent chez les sociétés de gestion opérant en France sur l'ISR. L'ISR qui est considéré par de nombreux institutionnels comme une classe d'actifs expérimentale, fait l'objet d'un investissement dans des fonds ouverts aux particuliers et aux institutionnels. Il se révèle alors difficile de définir sans un travail très minutieux d'enquête quelle est la part des encours, qui en gestion collective, peut être attribués aux investisseurs institutionnels.

Quant au FIR italien, il semble que l'identification même des entités à inclure dans cette catégorie « investisseurs institutionnels » constitue, dès le départ, une gageure. Le rapport rappelle<sup>103</sup>, en premier lieu, qu'en Italie, il n'y a pas de définition unique et officielle de cette catégorie. Si la Banque d'Italie y fait entrer les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les fonds mutuels, les SICAV et autres services de gestion de portefeuille, la CONSOB (Commissione Nazionale per la Società e la Borsa), organe de contrôle de la Bourse Italienne inclut aussi dans cette catégorie les fonds d'investissement, les sociétés de capital investissement et les banques commerciales et d'investissement. L'agence calculatrice doit donc d'abord faire son choix entre les définitions locales divergentes et la définition proposée par l'Eurosif et fait le choix de faire entrer dans la définition : les banques, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les fondations et les églises. Elle doit ensuite procéder en se fondant sur d'autres agences calculatrices à l'évaluation de ce marché

---

<sup>103</sup> Rapport Eurosif 2003, p 57

institutionnel avant de tenter d'en définir la part ISR et de qualifier les pratiques ISR de ces différentes entités identifiées.

La rédaction du rapport et les représentations graphiques illustrent cette diversité de points de vue malgré l'adoption d'une armature de rédaction commune<sup>104</sup>. Dans ce cadre cependant, les auteurs usent d'une liberté importante et aucun n'utilisent les mêmes formes de représentations graphiques et explicatives des résultats de calcul, ce qui en rend la comparaison assez périlleuse.

**Chaque agence calculatrice, selon le degré d'institutionnalisation du mouvement de l'ISR dans son pays donne à voir des puissances calculatrices très diversifiées et souvent fragiles. Ainsi le premier rapport de l'Eurosif offre davantage un premier état des lieux d'ordre qualitatif qu'une véritable quantification du marché institutionnel de l'ISR. Les différentes structures impliquées dans le projet proposent dans la majorité des cas une description du système d'acteurs entrant dans la structuration du marché des ISR nationaux avec une tentative de synthétiser ces données à l'échelle européenne et d'en donner les grandes tendances. Il serait intéressant de voir, si l'expérience se réitère, comment les agences calculatrices à l'œuvre dans les différents pays européens peuvent arriver, en dépassant ou en contournant les spécificités de leurs marchés financiers nationaux ISR et non ISR, à donner naissance à une agence calculatrice européenne capable de procéder à la quantification du marché global de l'ISR sur cette aire géographique.**

---

<sup>104</sup> Partie introductive revenant sur l'histoire et la structuration du marché de l'ISR national, structuration du marché financier national, méthodologie adoptée, résultats et interprétation des résultats, prévision des futures tendances du marché



### **3) Le cas français : retour sur l'agence calculatrice mise en place par l'entrepreneur institutionnel Novethic**

Pour finir ce tour d'horizon des formes prises par la quantification du marché de l'ISR, ce premier chapitre va se conclure sur la création et le déploiement pratique de la puissance calculatrice mise en place par Novethic pour procéder à la quantification du marché français de l'ISR. Mon implication personnelle dans la création de ce dispositif de calcul permettra ici d'aller plus loin que dans les deux études de cas précédentes ; à la fois sur les aspects techniques de cette mise en place, mais aussi sur ses aspects plus stratégiques, c'est-à-dire les enjeux de légitimation et de légitimité que peut représenter la mise en place de ce type d'agence calculatrice pour une structure comme Novethic.

Comme cela a été évoqué en introduction, Novethic est aujourd'hui une société privée dont l'actionnaire unique est l'Etablissement Public Caisse des Dépôts. Les fonctions principales fixées par cet actionnaire sont, certes que Novethic accompagne le développement en interne de l'établissement Caisse des Dépôts, de la prise en considération des thématiques de la RSE, du développement durable et de l'ISR, mais aussi qu'il contribue de façon globale à l'amélioration de l'information et de la connaissance de ces différents champs par l'opinion publique. L'objectif de l'actionnaire est ici, à travers l'action de cette filiale, d'honorer la mission d'intérêt général qui lui est confiée par les pouvoirs publics français tout en construisant sa propre légitimité sur ses thématiques montantes.

Le site Internet gratuit de Novethic est le principal vecteur de cette fonction de diffusion de l'information. Novethic réalise aussi des études et des lettres mensuelles et trimestrielles d'information sur la RSE, le développement durable et l'ISR, qui elles sont payantes. Novethic n'est ni tout à fait une organisation non lucrative du type US SIF ou Eurosif mais ne peut pas non plus être strictement assimilé à une organisation lucrative dont le modèle économique repose uniquement sur l'importance de son chiffre d'affaires comme cela peut être le cas pour Avanzi SRI Research.

Cet entrepreneur institutionnel forme un compromis hybride entre deux formes organisationnelles : le modèle économique de la société privée de conseil et celui de l'organisation non lucrative de type fondations ou ONG subventionnées. Son objectif principal ne peut être réduit à celui de la croissance exponentielle de son chiffre d'affaires. Il est bien plus de promouvoir ces nouveaux champs conjoints du développement durable, de la RSE et de l'ISR par la construction et la diffusion de l'information la plus pointue possible. Toutefois cet exercice de promotion se fait au nom d'une position qui se définit comme plus

neutre et moins engagée que celle que peuvent adopter des associations professionnelles comme l'US SIF et ses répliques en Europe. Novethic ne fait ainsi pas entrer dans ses prérogatives par la mise sous pression du politique ; stratégies d'actions employées ouvertement par les FIR nationaux.

*Novethic* n'en est pas moins un entrepreneur institutionnel. Créé au moment de la montée en puissance de ces nouvelles thématiques en France au début des années 2000, il a fortement contribué à leur institutionnalisation tout en en modelant les contours et en assurant sa propre légitimité sur cet espace.

Sur le champ de l'investissement socialement responsable, la première voie empruntée par l'équipe de *Novethic* au moment de sa création à l'été 2001 n'a pas été celle du calcul et de la quantification mais bien celle du qualcul. Le choix de cette orientation s'est illustré par la construction d'un dispositif de jugement sur la qualité de l'offre ISR proposée sur le marché français, construction sur laquelle nous reviendrons plus longuement lors du chapitre V.

C'est dans le courant 2003, après une année de fonctionnement que la direction de Novethic lance l'idée de mettre en place une publication qui permettrait la quantification précise du marché de l'ISR. Cette proposition s'inscrit dans la politique d'enrichissement continu des données fournies sur l'ISR au nom de la promotion du mouvement de l'ISR et de la contribution à la progression des connaissances dans les espaces médiatiques et financiers français. Cette politique permet simultanément à Novethic de renforcer sa légitimité propre sur ce champ de l'ISR à la fois par rapport aux acteurs professionnels du champ, aux médias et à l'opinion publique.

Le pari est notamment fait que la capacité de Novethic à produire de manière rigoureuse ce type de résultats quantifiés assurera à la fois à l'organisation et au champ de l'ISR des retombées médiatiques accrues notamment en raison de l'attrait fort des journalistes pour les chiffres et les données factuelles synthétiques qu'il exploitent fortement dans les formats de brèves écrites et électroniques.

#### **A) Construction des conditions de la calculabilité : création de l'agence calculatrice**

Le pôle recherche et le pôle marketing entrent alors en collaboration pour se mettre d'accord sur les résultats quantitatifs susceptibles d'intéresser les lecteurs potentiels et sur la faisabilité technique de l'obtention des informations chiffrées brutes permettant l'extraction de ce type de résultats. Des éléments, comme la fréquence de publication, la forme prise par la

maquette et le titre donné à la publication future, sont aussi discutés lors de cette phase. A ce stade de la prise de décision, il est acté que la publication sera un quatre pages trimestriel composée essentiellement de graphiques et de textes courts visant à commenter les résultats de ces graphiques. Il est aussi décidé que dans une première phase de développement cette publication serait gratuite et disponible en ligne.

Pour assurer le succès du déploiement pratique et technique de l'agence calculatrice, le choix est fait de concentrer l'effort de calcul sur les fonds ISR de type OPCVM (FCP et SICAV) ouverts vendus sur le marché français de la gestion d'actifs comme des produits ISR. Sont donc exclus dès le départ de l'espace de calcul les champs de l'épargne salariale et de la gestion dédiée socialement responsable (FCP fermés et mandats de gestion). Comme sur le projet de quantification mené par SIRI Company, la porte d'entrée n'est pas tant les différentes pratiques constitutives de l'ISR mais l'identification d'un univers de produits financiers dit socialement responsables. Il s'avère qu'en France, ce champ de l'ISR s'est construit principalement autour de la pratique du filtrage à dominante positive. Il s'agit donc par construction de procéder à la quantification des encours de fonds pratiquant strictement ce qu'Eurosif dénomme le « core SRI ».

Par ailleurs, il n'y a pas de distinction faite, à priori, entre fonds destinés aux clients particuliers et aux clients institutionnels. Cette distinction a peu de sens sur le marché français de la gestion pour compte de tiers où très souvent on retrouve des encours institutionnels et des encours particuliers sur un même produit. Le choix de cet univers de FCP et SICAV ISR ouverts est aussi fait car il est techniquement le plus avantageux pour l'organisation. Celle-ci a déjà construit, en effet, une base de données recensant l'ensemble des fonds ISR pour son activité de qualification et d'évaluation des processus de gestion ISR.

Cette activité de qualification de la qualité des fonds lui permet par ailleurs, même si cela s'applique de façon informelle, de juger si un fonds identifié comme ISR par d'autres bases de données spécialisés comme *ISR Info* ou des bases de données plus généralistes peut-être véritablement identifié comme tel. La lecture attentive des notices d'informations COB, devant au minimum indiquer le caractère socialement responsable de la gestion<sup>105</sup> permet, avec la fréquentation des sites Internet et la prise de contacts directs avec les promoteurs du

---

<sup>105</sup> Cette inscription n'entre pas dans un travail officiel de qualification orchestré par la COB. Il semble avoir été acté de manière plus ou moins formelle entre la COB et les acteurs de la gestion collective ISR que ces derniers doivent préciser dans la notice d'information l'orientation socialement responsable de leurs fonds (développement durable, social, environnement, gouvernement d'entreprise) en indiquant notamment les sources d'informations utilisées pour mettre en place ce type de gestion.

fonds,- en l'absence de dispositifs de réglementation et de normalisation officiels- à la partie humaine de l'agence calculatrice de faire ou non le choix d'inclure tel ou tel fonds dans l'espace de calcul. C'est aussi par ce type de choix que l'entrepreneur institutionnel Novethic peut modeler en partie les contours du champ.

Si la base de données recensant les noms des fonds existe au préalable, le principal problème de *Novethic* en 2003 est de récupérer les encours correspondants. Si en théorie cette information est publique c'est-à-dire qu'elle peut être récupérée sur certains sites dédiés à la gestion d'actifs ou sur les sites Internet des sociétés de gestion en question, la pratique se révèle plus complexe. Elle demande, si l'on n'est pas abonné à certaines sources d'informations financières payantes, un traitement artisanal. Il faut, dans de nombreux cas, trouver un interlocuteur dans la société de gestion susceptible de fournir trimestriellement cette information. *Novethic*, dont les ressources humaines sont limitées, renforce<sup>106</sup> alors sa collaboration avec *Amadeis*, une société de conseil en investissement financier qui est chargée de récupérer cette information brute.

Cet obstacle principal du recueil de l'information étant soulevé, il s'agit de se mettre d'accord sur les orientations stratégiques que va prendre l'agence calculatrice et quels sont les résultats finaux qui seront donnés à voir trimestriellement aux lecteurs finaux. Il est décidé de décomposer les résultats en deux espaces de calcul : celui des fonds et celui des sociétés de gestion.

Pour les fonds, le choix est fait de calculer et de donner leur nombre, leurs encours, leur répartition par classes d'actifs<sup>107</sup>, leur répartition par taille d'encours et de les comparer avec le marché traditionnel des OPCVM.

---

<sup>106</sup> *Novethic* s'associe lors de l'année 2002 avec *Amadeis* sur la professionnalisation du dispositif de qualification des fonds. Un produit est créé *Le Panorama des fonds ISR* dont *Amadeis* gère la partie sur la qualification des performances des fonds ISR.

<sup>107</sup> Fonds actions, obligataire, monétaire, diversifiés, fonds investis de 5 à 10% sur du non coté ayant reçu la qualification « solidaire » par les pouvoirs publics)

# L'indicateur novethic

le baromètre trimestriel de l'investissement socialement responsable

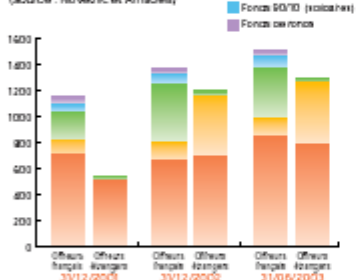
2<sup>ème</sup> trimestre 2003

**L'indicateur novethic** présente chaque trimestre la situation du marché français de l'investissement socialement responsable (ISR). Il offre une perspective sur l'évolution des encours, sur les caractéristiques des fonds ISR et les orientations des acteurs présents sur le marché.

## Marché

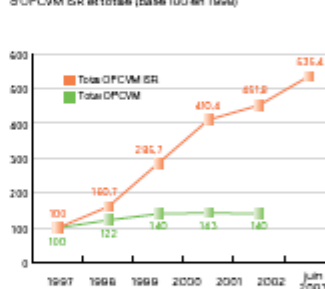
### Evolution de l'encours

Encours des OPCVM ISR sur le marché français, en millions d'euros (source : Novethic et Amadeia)



### Croissance relative de l'ISR

Evolution relative de l'offre française d'OPCVM ISR et totale (base 100 en 1997)



### Une croissance tirée par l'arrivée de nouveaux fonds

La période écoulée a été marquée par une évolution forte des encours. Du côté des offreurs français, le marché (1,5 Mds d'€ au 30/06/2003 contre 1,26 Mds d'€ au 31/12/2002) connaît une expansion des encours obligataires et une baisse, encore timide, des fonds solidaires « 50/50 » (50 % actions ou diversifiés sur critères RSE, 10 % solidaires). La présence des acteurs étrangers est de plus en plus marquée (leurs encours incluent les clients étrangers : ils ne peuvent donc pas être comptés aux encours du marché national).

### L'ISR multiplie par 5 en 4 ans

Même si l'ISR représente encore une part minime de l'ensemble des OPCVM (environ 0,5 % de l'encours total pour les fonds actions par exemple) leur progression relative est spectaculaire. En effet, malgré une conjoncture boursière morose, ces OPCVM ISR ont connu une véritable explosion depuis l'année 1999 alors que la tendance globale était à la stagnation des encours. Ils ont ainsi été multipliés par 5 entre 1999 et 2002, alors que le total ne progressait que de 40 %. Le premier semestre 2003 est marqué par la poursuite de cette tendance.

### Les anglais entrent sur le marché français

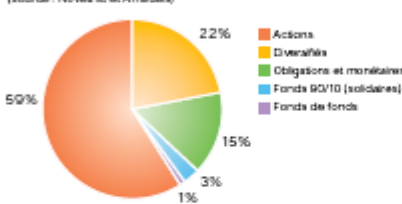
Depuis deux ans, des offreurs étrangers ont fait aggraver leurs fonds pour les commercialiser sur le marché français. Au départ, majoritairement d'origine francophone, comme les fonds franco-belges de Dexia AM ou du suisse UBS, à l'exception du norvégien Storebrand, ils sont aujourd'hui relayés par des offreurs anglais de premier plan en matière d'ISR : Henderson Global Investors avec son fonds Horizon Fund Global Sustainable Investments et Jupiter Asset Management Limited qui vient d'obtenir en juin 2003 l'agrément COB pour le fonds Global SRI Fund.

## Fonds ISR

Nombre total de fonds ISR ouverts sur le marché français au 30 juin 2003 : 92

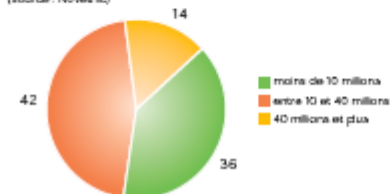
### Répartition par classe d'actifs

Répartition des encours ISR selon les classes d'actifs, au 30 juin 2003 (source : Novethic et Amadeia)



### Taille des fonds ISR

Nombre de fonds ISR selon la taille de leurs encours, au 30 juin 2003 (source : Novethic)



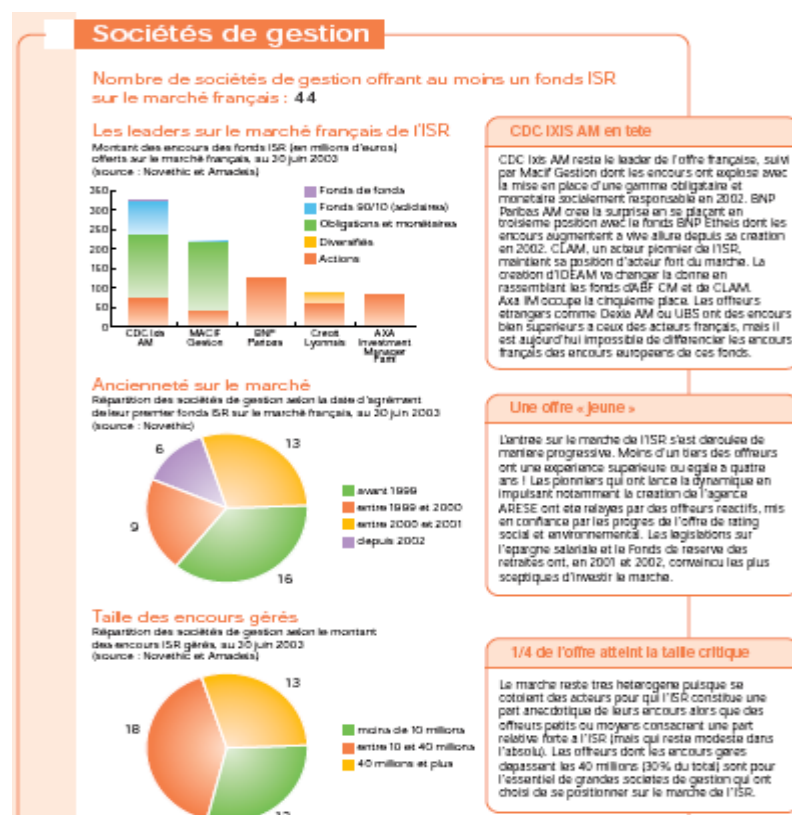
### Les fonds actions toujours dominants

La classe d'actif dominante reste celle des actions avec près de 60 % de l'encours ISR. Cependant, en raison notamment de la mauvaise conjoncture boursière et des attentes des clients institutionnels, l'offre s'est enrichie de fonds diversifiés et de fonds obligataires et monétaires. Si l'expertise socialement responsable sur les actions et les obligations corporate entre dans une phase de maturité, elle reste à construire sur l'obligataire et la monétaire amis par des émetteurs souverains et publics.

### Des fonds de petite taille

Saulement 15 % des fonds ont des encours dépassant 40 millions d'euros. Plus de 40 % des offres sont en dessous de la barre des 10 millions d'euros. Les fonds étrangers qui se sont développés auprès de clientèles européennes avant d'arriver sur le marché français sont généralement de plus grande taille (Dexia, UBS, Credit Suisse), ainsi que certains fonds français historiques (Nord-Sud développement et Insertion Emploi de la CDC). Quelques fonds récents (Ethics de BNP PARIBAS, Medif court terme) ont déjà acquis une grande taille.

Pour les sociétés de gestion, le calcul se concentre sur le nombre de sociétés de gestion, l'identification des sociétés de gestion représentant les encours ISR les plus importants et leur répartition par taille d'encours.

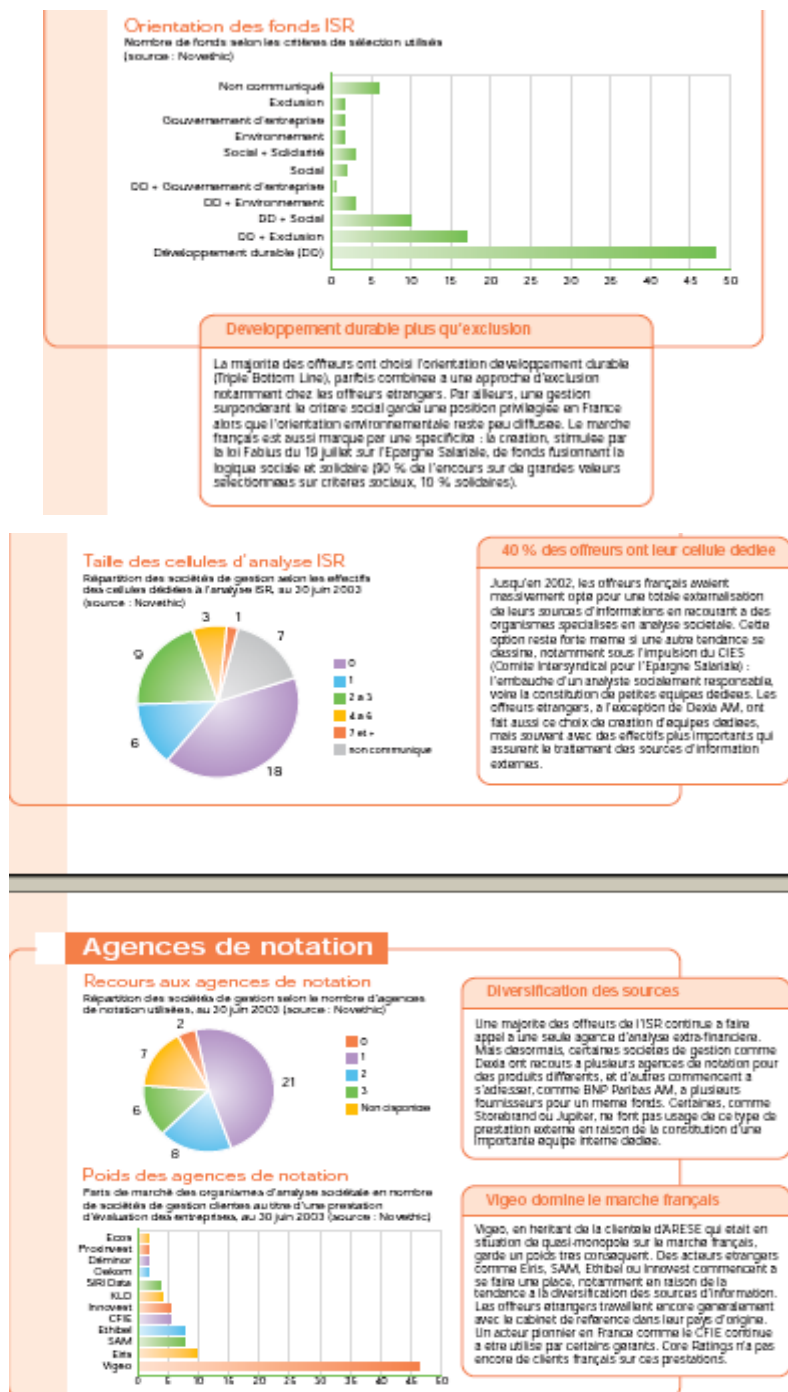


Capture d'écran. Extrait *IndicateurNovethic* deuxième trimestre 2003

A ces informations, qui portent essentiellement sur la quantification des encours, sont ajoutés des éléments qui prennent leur source dans la mise en place plus globale par *Novethic* de dispositifs de qualcul diversifiés sur le champ de l'ISR et notamment sur les différentes facettes de la mise en application du filtrage. Dans le cadre de la création de la rubrique en ligne sur l'ensemble des fonds ISR commercialisés sur le marché français, l'organisation s'est ainsi attachée depuis le début de son activité d'analyse et de recherche sur l'ISR de définir différentes orientations du filtrage. Elle s'est aussi penchée sur les sources d'information extra financière internes et externes utilisées par les sociétés de gestion pour faire fonctionner leurs filtres. Cette recherche d'information est ici systématisée pour permettre à l'agence calculatrice de passer du qualcul au calcul et ainsi mesurer la répartition des fonds selon leur orientation extra-financière<sup>108</sup> mais aussi la répartition des sociétés de gestion en fonction de

<sup>108</sup> Les différentes orientations identifiées par Novethic sont : développement durable, développement durable et exclusion, développement durable et social, développement durable et environnement, développement durable et gouvernement d'entreprises, social, environnement, gouvernement d'entreprises, droits de l'homme, exclusion.

leur ancienneté sur le marché de l'ISR, du nombre d'analystes extra financiers en interne et du nombre d'agences d'évaluation et de notation extra-financières mobilisées.



Capture d'écran Extrait *IndicateurNovethic* deuxième trimestre 2003

Dans l'identification des orientations, on peut constater que *Novethic* s'est attelé au concept de développement durable plus qu'à celui de responsabilité sociale. Ce choix s'est fait de manière informelle mais repose sur l'observation des sociétés de gestion et de cette constatation pratique que le terme développement durable plus que celui de responsabilité sociale renvoie à l'identification des trois critères de l'analyse extra-financière : le social, l'environnement, l'économique dont fait partie la question du gouvernement d'entreprise alors que la RSE désigne plus strictement dans le langage courant la dimension sociale.

Une rubrique annexe est consacrée à un troisième espace de calcul : les indices socialement responsables. Le dispositif de calcul consiste en la comptabilisation du nombre d'entreprises de l'indice CAC 40 faisant partie des indices financiers socialement responsables mis en place en Europe<sup>109</sup>.

**Indices**

**Le CAC 40 dans les indices boursiers socialement responsables**  
Présence, entrée et sortie des entreprises du CAC 40 dans les indices boursiers socialement responsables de la zone Europe : ASPI Eurozone, DJSI, FTSE4Good, Ethibel Sustainability Index.

| Entreprise           | ASPI Eurozone | DJSI   | FTSE4Good | ESI (Ethibel) |
|----------------------|---------------|--------|-----------|---------------|
| Accor                | Oui           | Oui    | Oui       |               |
| AGF                  | Oui           | Oui    | Oui       |               |
| Air Liquide          | Oui           |        |           |               |
| Alcatel              |               |        | Oui       |               |
| Ames                 | Oui           |        | Oui       |               |
| Assa                 | Oui           |        | Oui       |               |
| ASPI Europe          | Oui           | Oui    | Oui       |               |
| Bouygues             |               |        |           |               |
| Cap Gemini           |               |        | Oui       |               |
| Carrefour            | Oui           |        |           |               |
| Cassio               | Oui           |        |           |               |
| Credit Agricole      |               |        |           |               |
| Credit Lyonnais      | Sortie        |        | Sortie    |               |
| Dassault Systemes    | Oui           | Oui    |           | Oui           |
| Deceun               | Oui           |        | Oui       | Oui           |
| EADS                 | Oui           |        | Oui       |               |
| France Telecom       | Oui           |        | Oui       |               |
| Legrand              | Oui           | Oui    | Sortie    | Oui           |
| Michelin             | Oui           | Oui    | Oui       |               |
| Nike                 | Oui           |        |           |               |
| Orange               | Oui           | Oui    | Oui       |               |
| Peugeot              | Oui           |        |           |               |
| PIF                  | Oui           |        | Oui       |               |
| Renault              | Oui           |        |           |               |
| Saint-Gobain         | Oui           | Entree |           |               |
| Saatchi & Saatchi    | Oui           |        |           | Oui           |
| Schneider Electric   | Oui           | Oui    |           |               |
| Societe Generale     | Oui           | Oui    | Oui       |               |
| Sofinco Alliance     | Oui           |        | Oui       |               |
| St. Gobain           | Oui           | Oui    | Oui       | Oui           |
| St. Gobain           | Oui           | Oui    | Oui       |               |
| Thales               | Oui           | Oui    | Oui       |               |
| Thomson Multimedias  | Oui           |        | Oui       |               |
| TOTAL                | Oui           |        | Oui       |               |
| Veolia Environnement | Oui           |        |           | Oui           |
| World Universal      | Oui           |        |           |               |

■ les sociétés présentes dans 3 indices au moins

Source : composition des indices  
Aspi Eurozone 10/01/03; DJSI 30/06/03; ESI 31/03/03; FTSE4Good 12/04/03.

**Lafarge et ST Microelectronics sont présents dans les 4 indices**

Notons pour la période de mars à juin 2003, quatre modifications dans la composition des indices boursiers socialement responsables concernant les entreprises du CAC 40.

Deux entrées sont enregistrées : Saint-Gobain entre dans la sélection du Dow Jones STOXX Sustainability Index et Lafarge est introduit dans la composition de l'indice FTSE4Good. Concernant les sorties, le Credit Lyonnais, après son acquisition par le Credit Agricole, sort de l'indice britannique FTSE4Good (sortie effective le 12 juin 2003) et de l'ASPI Eurozone, au 20 juin 2003, dans lequel il a été remplacé par Stora Enso (Finlande).

Aucune modification n'a eu lieu sur cette période en ce qui concerne l'indice Ethibel Sustainability Index, qui a conservé les 6 entreprises françaises présentes dans sa sélection. Enfin, SAM a débuté fin mai la révision annuelle des indices Dow Jones Sustainability, en limitant les 2500 plus grandes entreprises du Dow Jones Global Index et celles appartenant au Dow Jones STOXX 600 à répondre à un questionnaire évaluant leurs performances économiques, sociales et environnementales. Les résultats seront publiés début septembre.

Il convient de préciser que Saint-Gobain ne fait pas partie de l'indice de référence de l'Ethibel Sustainability Index, de même que le Credit Lyonnais. Notons également que Dassault Systemes n'appartient pas au FTSE Europe, indice de référence du FTSE4Good.

Capture d'écran Extrait *IndicateurNovethic* deuxième trimestre 2003

Par rapport aux orientations stratégiques prises par les agences calculatrices précédemment évoquées, quelques points de différenciation sont à souligner. En premier lieu, les choix de fréquence de publication ne sont pas les mêmes. La publication de Novethic est trimestrielle alors que celle de l'US SIF et de SIRI Company est annuelle. Quant à celle de l'Eurosif, elle n'est pas précisée. La deuxième différence est la réduction de la cible de calcul à laquelle procède Novethic. Sa puissance va se concentrer sur le seul marché des fonds ISR ouverts aux institutionnels et aux particuliers commercialisés en France contre le marché américain de l'ISR pour l'US SIF, le marché des fonds ouverts grand public européens pour SIRI Company et le marché de la gestion d'actif ISR pour institutionnels pour l'EUROSIF.

<sup>109</sup> Ces familles d'indices sont soit gérées par des agences de notation extra-financière qui se mettent parfois en partenariat avec des entités spécialisé dans la gestion d'indices comme Dow Jones et Footsie. L'ASPI Eurozone est l'indice de Vigeo, L'ESI celui de l'agence belge Ethibel, le FOOTSIE4GOOD est l'indice de l'agence EIRIS et du fournisseur d'indice FOOTSIE, le DJSI (Dow Jones Sustainability Index) est celui de la société de gestion suisse SAM qui fournit de l'analyse extra-financière et du fournisseur d'indice Dow Jones.



Ces choix auront des conséquences à la fois sur la construction pratique de l'agence calculatrice et le discours déployé.

**B) Trouver le bon couplage des moyens humains et non humains : les conditions du succès de l'agence calculatrice**

Ces choix étant faits, il s'agit d'obtenir la combinaison des moyens humains et non humains qui permettent le déplacement et le traitement le plus efficient des chiffres bruts afin d'obtenir ces résultats finaux qui vont pouvoir se balader facilement dans d'autres espaces et notamment l'espace médiatique.

Dans une première phase, les tableaux sont créés de façon artisanale grâce au logiciel informatique Microsoft Excel. Cette solution se révèle vite peu compatible avec les délais de production du support final intitulé *L'indicateur ISR Novethic, le baromètre de l'investissement socialement responsable*. En effet, le recueil des données, leur traitement par l'agence calculatrice et leur déplacement sur le support médiatique final se joue en l'espace de trois semaines. Les parties humaines de l'agence calculatrice font donc le choix de déléguer au maximum aux moyens non humains les tâches de calcul, ceux-ci ayant le grand intérêt de permettre l'archivage des données antérieures sur un même espace de calcul, le stockage d'un nombre de données chiffrées indéfini et surtout permet de multiplier les combinaisons de déplacement entre les différentes données.

Cependant avant que ce déchargement libérateur de l'humain vers le non humain puisse avoir lieu, il est nécessaire en 2003 après la sortie du premier numéro de *L'Indicateur* pour les protagonistes humains de *Novethic* de maximiser leur puissance calculatrice en perfectionnant la partie non humaine du dispositif. Entrent ici en scène les membres du pôle informatique, convoqués ici pour aider à la création d'une base de données de calcul informatique à la puissance calculatrice plus forte mais dont la sophistication technique ne doit pas être trop grande. L'impératif donné est qu'elle doit pouvoir être utilisée facilement par des utilisateurs non formés sans recours incessant aux concepteurs du système de calcul.

Le choix est alors fait de créer une base de données où se côtoient des procédés de calculs assez sophistiqués avec une génération automatique des tableaux en fonction d'un tableau source et des formes de calcul plus artisanales reposant sur la saisie manuelle notamment sur les aspects les plus qualitatifs ne dépendant pas des questions d'encours. Cet effort de perfectionnement de la partie non humaine de la puissance calculatrice a ainsi permis à *Novethic* de tenir ses délais de production.

Cette description approfondie de l'envers du décor de la production d'un support finalisé de résultats de calcul pourra, peut-être, paraître triviale à certains lecteurs. Ceux que les aspects strictement techniques n'intéressent pas seront éventuellement ennuyés, ceux qui au contraire sont passionnés par l'anthropologie des sciences et des techniques trouveront un peu exagéré de s'intéresser si précisément à la construction d'un dispositif de calcul aussi balbutiant et peu évolué comparativement aux agences calculatrices, voire aux agencements algorithmiques qui peuvent se déployer sur le marché à la criée de poissons à Marseille ou encore dans une société de Bourse<sup>110</sup>. Mais il nous semble ici que la description de la construction de cette « petite » agence calculatrice est intéressante sur deux points.

Elle nous renseigne en premier lieu sur ce qui peut se passer quand les organisations humaines ne peuvent ni emprunter ni s'appuyer sur des logiciels de calcul déjà existants et que l'étroitesse de leur objet de calcul ne peut justifier le recours à des spécialistes de la création de solutions de calcul. Elles sont alors dans l'obligation de trouver des solutions bricolées et en partie imparfaites qui leur permettent d'avancer sur la voie du calcul. Toutes les organisations sur ces thématiques nouvelles de la RSE<sup>111</sup> et de l'ISR et peut être plus largement toutes celles qui sont lancées dans l'innovation consacrent une partie de leur énergie à la construction effective de bases de données et de dispositifs de calcul informatiques qui leur permettent de construire et ensuite d'exporter sur d'autres espaces les résultats de leur activité de calcul et de qualcul.

Cet état d'enfance propre à l'agence calculatrice ici évoquée, permet par ailleurs de regarder à la loupe le lien parfois devenu invisible entre des solutions techniques de calcul de plus en plus sophistiquées et le genre humain. Certes une majeure partie de celui-ci ne fréquente le premier qu'à travers l'utilisation de logiciels et autres progiciels informatiques dont la complexité est telle qu'elle demande souvent l'intervention d'autres humains. Ces derniers, dont le degré de compétence est déterminé par leur capacité à tirer la substantifique moëlle de ces diverses puissances calculatrices, viennent former ces autres humains, ignorants, qui ont besoin, pour mener à bien leur fonction, de maîtriser les fonctions basiques de ces dispositifs de calculs. Cependant, malgré la complexification des formes d'organisation du travail humain stimulé par l'activité à la fois méthodique et effréné de mesure et de quantification des moindres recoins de l'activité humaine, il est nécessaire de rappeler qu'au

---

<sup>110</sup> Callon Michel, Muniesa Fabian, 2003, « Les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul », *Réseaux*, France Télécom Recherche et Développement, Hermès Sciences Publication.

<sup>111</sup> Gond, J.P, 2003, *La construction sociale de la responsabilité sociale de l'entreprise, Etude du cas Arese*, Mémoire de maîtrise de sociologie, Université Toulouse II.

départ, il y a toujours un humain ou un groupe d'humains qui se demande comment il peut procéder plus efficacement à la tâche de calcul qui lui est impartie. Il crée alors la partie non humaine de l'agence calculatrice en se reposant sur les dispositifs matériels disponibles à l'époque où il agit. Ils forment alors un couple plus ou moins assorti mais où chacun a son rôle à jouer. Et c'est cette idée de couplage que l'exportation massive et standardisée des solutions techniques de calcul, permise par le biais de l'informatique, ne doit pas oblitérer au profit d'une sanctification ou au contraire d'une diabolisation des parties non humaines des agences calculatrices.

### **C) Déjouer les impasses du calcul**

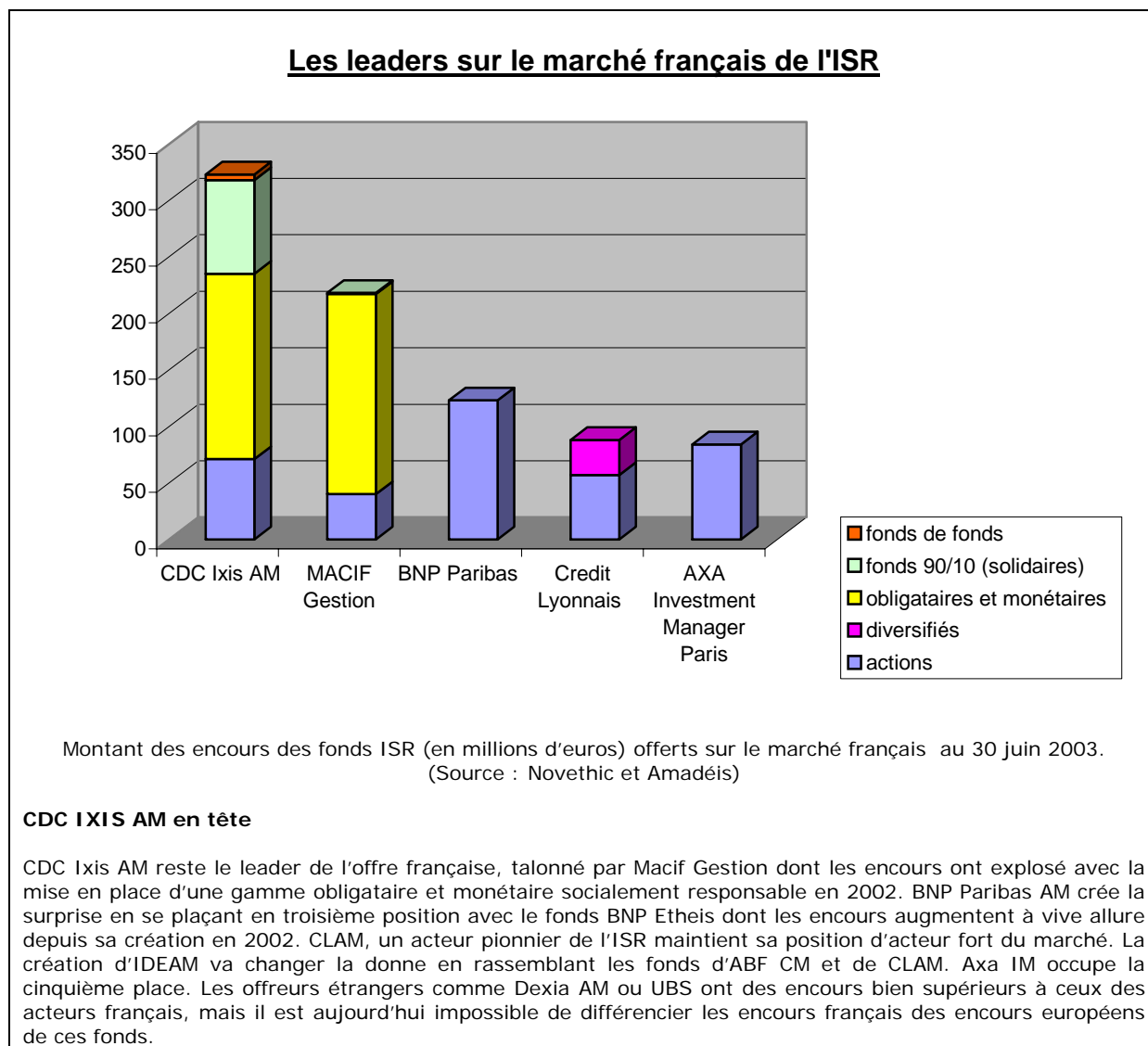
A ce stade, le recueil de l'information est organisé, les grandes orientations du calcul ont été décidées et la puissance calculatrice est en cours de perfectionnement. Il reste alors à régler les imperfections de calcul qui pourraient mettre à mal la construction de la légitimité de l'entrepreneur institutionnel Novethic sur le champ de la quantification de l'objet ISR.

Un des pièges de la comptabilisation est celui du double comptage. En effet, certains fonds sont des simples coquilles vides créées pour les besoins de la commercialisation. Leurs encours alimentent en fait les encours d'autres fonds. Il faut donc identifier les fonds qui se trouvent dans cette relation et ne pas compter les encours de celui qui se dénomme techniquement « le fonds nourricier » sous peine de gonfler les encours.

Une autre difficulté du comptage réside dans le caractère international de la Finance qui rend difficile la circonscription exacte du marché français de l'ISR. Est-ce que le marché français de l'ISR est celui de l'ensemble des fonds de droit français et de droit étrangers (luxembourgeois) qui sont commercialisés et donc accessibles aux résidents français à un instant T ou est-ce celui des encours strictement détenus par des résidents français ? Ici on pourrait être tenté de choisir la dernière affirmation, mais il s'avère que l'agence calculatrice de *Novethic* n'est pas au départ en mesure de circonscrire ce marché des résidents français. Pour les fonds de droits étrangers gérés par des sociétés de gestion anglaise, suisse, allemande, américaine ou encore belge, la répartition des encours entre résidents français et étrangers est difficilement divulguée sans qu'il soit aisé de déterminer si l'attitude de ces sociétés de gestion dénote d'une réticence ou d'un manque de leur propre puissance calculatrice. Pour contourner cette impasse du calcul, l'agence calculatrice distingue donc les encours des fonds de droit français de ceux de droits étrangers. Cette convention ne permet pas de circonscrire exactement le marché des résidents français mais permet de distinguer les

encours des fonds de droits français qui sont supposés concernés plus strictement le périmètre des résidents français et les fonds de droits étrangers où se mêlent a priori à la fois les encours détenus par des résidents français et ceux de résidents de différentes nationalités.

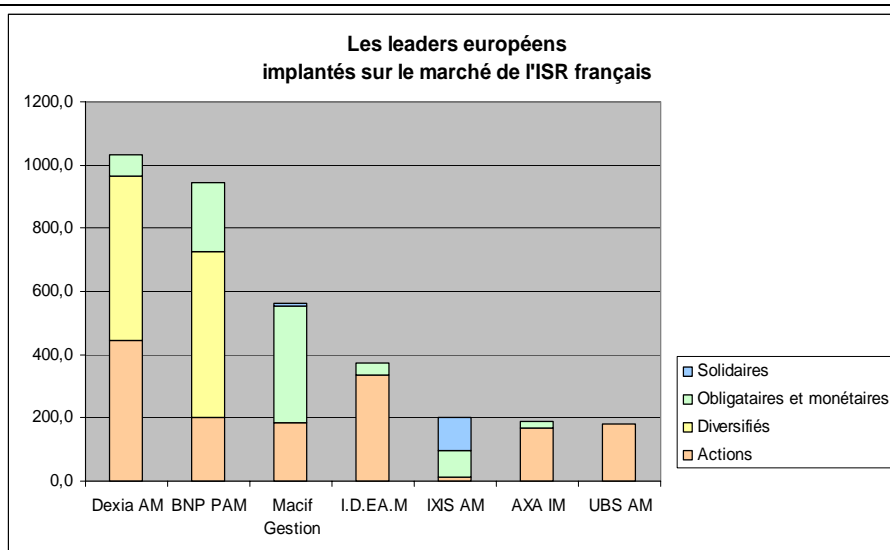
Cette difficulté à calculer clairement la proportion des sommes gérées par des offreurs français va d'ailleurs entraîner une controverse de calcul entre les offreurs ISR et *Novethic* sur le calcul concernant les sociétés de gestion possédant les encours ISR les plus élevés. *Novethic* fait dans un premier temps le choix de réduire le calcul aux offreurs de nationalité française et non pas à l'ensemble des offreurs commercialisant des produits ISR sur le marché français puisqu'il est impossible de déterminer chez ces derniers la part des encours gérés pour des résidents français comme en atteste l'encadré suivant tiré du premier numéro de *l'Indicateur de l'ISR*:



Graphique extrait de *l'Indicateur Novethic*, second trimestre 2003

Certains offreurs remettent en question ce choix de calcul en argumentant auprès de *Novethic* sur son positionnement franco-français peu compatible avec l'internationalisation de la Finance où offreurs français comme offreurs étrangers peuvent commercialiser dans l'espace européen des fonds de droits luxembourgeois. Par ailleurs, ce positionnement ne permettrait pas de déterminer les vrais chefs de file de l'ISR sur le marché français. *Novethic* prend acte de ces arguments et modifie son orientation de calcul. Le calcul sur les sociétés de gestion leaders porte dorénavant sur les fonds ouverts (FCP et SICAV) commercialisés en France nonobstant la nationalité de l'offreur et l'affiliation géographique de ces fonds.

Cette solution entraîne alors le mécontentement de certains offreurs d'origine française, contrariés de voir figurer dans ce palmarès des sociétés de gestion franco-belges ou suisses dont ils affirment que la majeure part des encours ne concerne pas le marché des résidents français. *Novethic* n'infléchit pas malgré cela sa position qui lui semble être un compromis équilibré entre ces deux positions puisqu'il est bien souligné dans le commentaire la position particulière des offreurs étrangers :



Montant des encours des fonds ISR (en millions d'euros) offerts sur le marché français au 31 décembre 2004 (source : Novethic et Amadeis)

#### **Dexia AM et BNP PAM confirment leur place de leader en 2004**

Le poids des différents offreurs selon les encours de leurs fonds commercialisés en France permet d'avoir une vision des forces en présence, mais ne reflète pas les parts relatives au sein de la clientèle des résidents français, en raison de la difficulté à déterminer l'origine géographique des investisseurs de ces OPCVM (majoritairement étrangers pour Dexia AM ou UBS AM). Dexia AM dépasse la barre du milliard (hors fonds distribués exclusivement à l'étranger) alors que BNP PAM continue, comme sur toute l'année 2004, de serrer de près la société de gestion franco-belge.

Macif Gestion passe de la 6<sup>ème</sup> place en 2003 à la 3<sup>ème</sup> en 2004, notamment grâce à la forte progression des ses encours obligataires et monétaires pendant l'année. I.D.E.A.M garde la 4<sup>ème</sup> place avec des encours qui approchent la barre des 400 millions. UBS AM rétrograde sur l'année de la troisième à la septième place.

Graphique extrait de l'*Indicateur Novethic*, quatrième trimestre 2004

L'entrepreneur institutionnel *Novethic* se doit aussi de légitimer les choix de son agence calculatrice lorsque d'autres agences calculatrices effectuent un calcul similaire mais n'arrive pas forcément aux mêmes résultats. Par exemple en juin 2004, l'agence calculatrice de *SIRI Company* établit que le marché français des fonds ISR ouverts grand public est de 1,75 milliards d'euros alors que *Novethic*, au 30 juin 2004 affirme que le marché français des fonds ISR ouverts grand public et institutionnel est de 3,4 milliard d'euros.

Ce type de désaccord a pour conséquence directe de créer un climat de suspicion notamment chez ceux qui sont les principaux utilisateurs de ces chiffres c'est-à-dire les journalistes. Ces derniers veulent alors, fréquemment, s'ils sont en train de réaliser un article lors de la sortie de ces chiffres, comprendre les raisons d'une telle divergence de calcul pour arriver à définir quelle agence calculatrice est la plus légitime et donc celle à qui il faut accorder sa confiance. Ils s'adressent alors très souvent aux agences calculatrices concernées qui se retrouvent en comparaison et doivent arriver à justifier leur position en évitant, si elles sont bonnes joueuses, de taxer d'incompétence voire de malhonnêteté intellectuelle leur consœur... Il faut alors souvent entrer dans un processus désenchantant pour les acteurs de l'espace médiatique, de déconstruction parfois très technique des dispositifs de calculs.

Dans l'exemple donné ici, il est nécessaire, pour justifier cet écart considérable puisque la somme donnée par *Novethic* est le double de celle donnée par *SIRI Company*, de revenir en premier lieu sur la définition du périmètre cible qui ne comprend chez ce dernier que les fonds grands publics alors que chez *Novethic*, il n'y a pas de distinction entre partie « grand public » et partie « institutionnelle » des encours. Il faut aussi développer l'idée que si personne ne peut-être poursuivi pour défaut d'objectivité dans ce type de controverse de calcul, le problème peut aussi résider dans le processus d'identification des fonds au départ dont le résultat peut varier selon la précision des systèmes de veille et l'ampleur de la tâche de calcul qui leur est impartie. L'objectif ici pour les agences calculatrices est de rassurer leurs interlocuteurs de l'espace médiatique en les faisant notamment entrer dans les rouages du processus de calcul.

#### **D) Quand les résultats extraits de l'espace de calcul participe à la légitimation du champ et de l'entrepreneur institutionnel**

*Novethic*, comme tous les autres entrepreneurs institutionnels évoqués, construit un discours autour des résultats que son agence calculatrice met à jour. Il déploie alors un ton particulier et participe ainsi par ce ton et le contenu de son discours à la fixation des contours

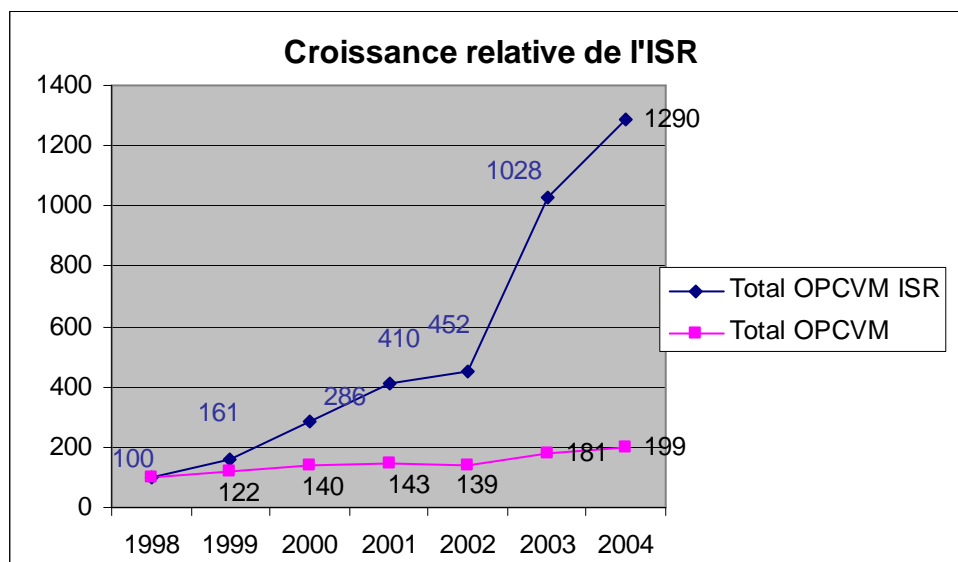
du marché français de l'ISR. Ce discours se déploie au sein du support de l'*Indicateur* mais aussi par biais de communiqués de presse reprenant les informations jugées dignes d'éveiller l'attention des acteurs de l'espace médiatique. Comme il s'agit d'une publication trimestrielle, le contenu du discours est essentiellement composé de chiffres et de commentaires de ces chiffres. Il n'y a pas de développement dans cet exercice de communication sur la quantification du marché sur l'histoire du mouvement de l'ISR, ses formes actuelles ou ses formes futures. Le ton général, s'il reste très neutre, comme chez *Eurosif* ou *SIRI Company* est plutôt optimiste dans sa description de la croissance de l'ISR comme chez l'*US SIF*. L'adoption de ce ton a été largement encouragée par l'extraction de chiffres témoignant à priori d'une progression très forte de l'ISR entre 2002 et 2003 qui se stabilise en partie en 2004 et 2005:

| Offre des fonds d'investissement socialement responsable - France |                           |              |              |                     |
|-------------------------------------------------------------------|---------------------------|--------------|--------------|---------------------|
| OPCVM SR commercialisés en France                                 |                           | 2002 Encours | 2003 Encours | Croissance annuelle |
| Offreurs français                                                 | Actions                   | 655          | 1330         | 103%                |
|                                                                   | Diversifiés               | 140          | 690          | 393%                |
|                                                                   | Obligations et monétaires | 340          | 710          | 109%                |
|                                                                   | Solidaires                | 85           | 110          | 29%                 |
|                                                                   | Fonds de fonds            | 40           | 40           | 0%                  |
| Total offreurs français                                           |                           | 1260         | 2880         | 129%                |
| Offreurs étrangers (total)                                        |                           | 1230         | 1530         | 24%                 |
| TOTAL GÉNÉRAL                                                     |                           | 2490         | 4410         | 77%                 |

Source Novethic d'après données AMF / Sociétés de gestion

Capture d'écran, Présentation de résultats extraits de l'*Indicateur Novethic*

Novethic utilise dans son discours, comme *l'US SIF*, la comparaison avec l'augmentation des encours globaux des fonds de droits français (source Association française de la Gestion), comparaison qui est aujourd'hui en faveur de l'ISR. Le discours précise alors généralement que si la marge de progression est spectaculaire, l'enthousiasme doit être modéré par le fait que les montants ISR représentent moins de 0,5% de ces mêmes encours :



Evolutions relatives de l'offre française d'OPCVM ISR et totale (base 100 en 1998)

Source Indicateur Novethic 31 décembre 2004

Graphique extrait de *l'Indicateur Novethic*, quatrième trimestre 2004

Les éléments d'appréciation plus qualitatifs sur les sources d'informations extra-financières utilisées par les sociétés de gestion sont aussi mis en avant dans le discours car elles témoignent de l'évolution de la configuration du champ de l'analyse extra-financière qui représente, comme nous allons le voir dans les chapitres suivants, un des éléments pivot de la construction sociale de l'offre de produits financiers socialement responsables ouvert en France.

Par ailleurs, les éléments qui permettent de donner un palmarès des sociétés de gestion ou des agences d'évaluation et de notation extra-financières sont repris quasi systématiquement dans les communiqués de presse car il s'agit d'une forme de présentation des résultats fonctionnant sur le principe du classement qui s'avère très prisée dans l'espace médiatique et notamment dans l'espace médiatique financier.



### *E) Un effort de quantification qui se généralise*

Novethic ne arrête pas là dans sa volonté de quantification du marché français de l'ISR. L'entrepreneur institutionnel constate alors que cet effort est à la fois utile à l'ensemble des acteurs du champ, car ce travail de calcul n'avait pas été mené jusque là avec cette précision, mais qu'il est aussi très intéressant pour l'organisation *Novethic*. En effet, les acteurs de *Novethic* trouvent dans cette activité un vecteur important de légitimation à la fois par rapport aux professionnels de la gestion ISR qui reconnaissent, à priori, l'efficacité de l'agence calculatrice mise en place mais aussi par rapport aux médias, et notamment par rapport à la presse financière que les résultats chiffrés séduisent particulièrement. *Novethic* commence à devenir une des sources de référence pour tous ceux qui cherchent des éléments chiffrés sur le marché français de l'ISR. Et l'existence de ces chiffres permet en retour de faire parler toujours plus de l'ISR sur différents espaces médiatiques.

*Novethic* commence donc à s'intéresser à tous les éléments que sa puissance calculatrice ne prend pas encore en compte. La réflexion se construit plus particulièrement à l'époque de la collaboration entamée en 2003 avec l'*Eurosif* et le Forum pour l'investissement socialement responsable français sur la quantification du marché institutionnel français.

Cette quantification pose alors deux grands problèmes : la saisie de la répartition entre les encours des souscripteurs particuliers et des souscripteurs institutionnels au sein des fonds ouverts et la captation des encours de la gestion dédiée ISR pour le compte d'institutionnels, véritable partie invisible de la gestion ISR en France. Or, les données dont dispose ici *Novethic* ne sont pas véritablement homogénéisées.

Parallèlement, *Novethic* fait le constat de son absence de données chiffrées sur les encours ISR gérés dans le cadre des fonds d'épargne dite salariale<sup>112</sup>. Ceux-ci sont répartis entre les fonds ouverts déjà comptabilisés par *Novethic* et les FCPE qui ont été dotés de filtres socialement responsables notamment sous l'impulsion de l'action de labellisation des produits d'épargne Salariale par le Comité Intersyndical de l'Epargne salariale (CIES).

Un travail est donc amorcé pour définir les grandes orientations stratégiques de ce nouvel exercice de calcul. Quatre grands axes de calcul sont esquissés : Donner une estimation de la répartition de la gestion collective entre épargnants particuliers, institutionnels et épargne salariale, faire un point sur l'ensemble des encours ISR en Epargne

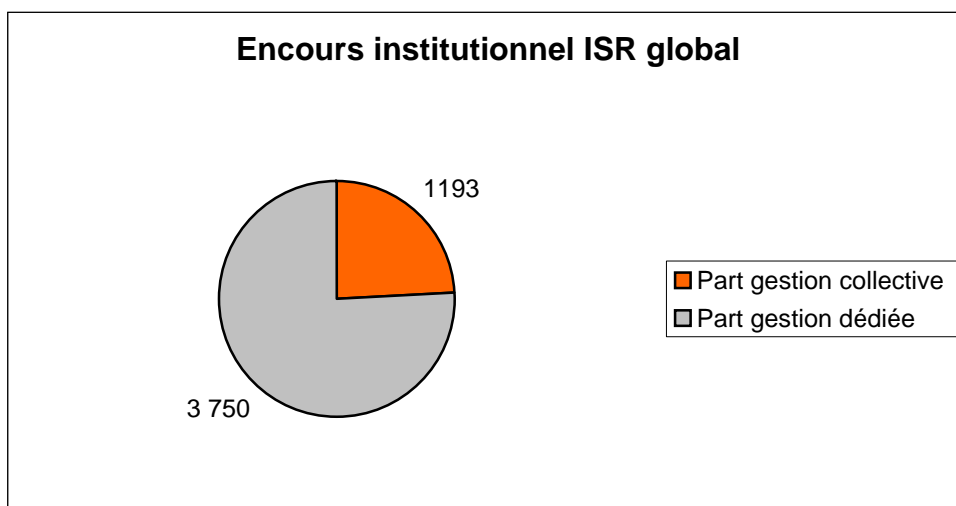
---

<sup>112</sup> Le terme d'épargne salariale désigne l'ensemble des placements qui sont proposés par les entreprises à leurs salariés. On parle alors de FCPE et non pas de FCP ou de Sicav même si certains de ces derniers véhicules peuvent parfois recueillir des encours en épargne salariale.

salariale (FCP, Sicav et FCPE), donner une estimation des encours institutionnels en gestion dédiée et fournir sur la gestion dédiée des informations pertinentes sur les caractéristiques de ces investisseurs institutionnels et sur les orientations de gestion ISR adoptées.

Afin de mener à bien ce programme de calcul, une enquête systématique est lancée auprès des sociétés de gestion commercialisant des fonds ISR ouverts pour obtenir des données sur l'ensemble des points à renseigner. Après avoir recueilli, avec un taux de réponse assez satisfaisant, les données nécessaires à l'exercice du calcul, celui-ci est mené grâce au tableur Excel. Les résultats obtenus permettent de donner une photographie beaucoup plus précise du marché français de l'ISR, qui va prendre la forme d'une étude annuelle.

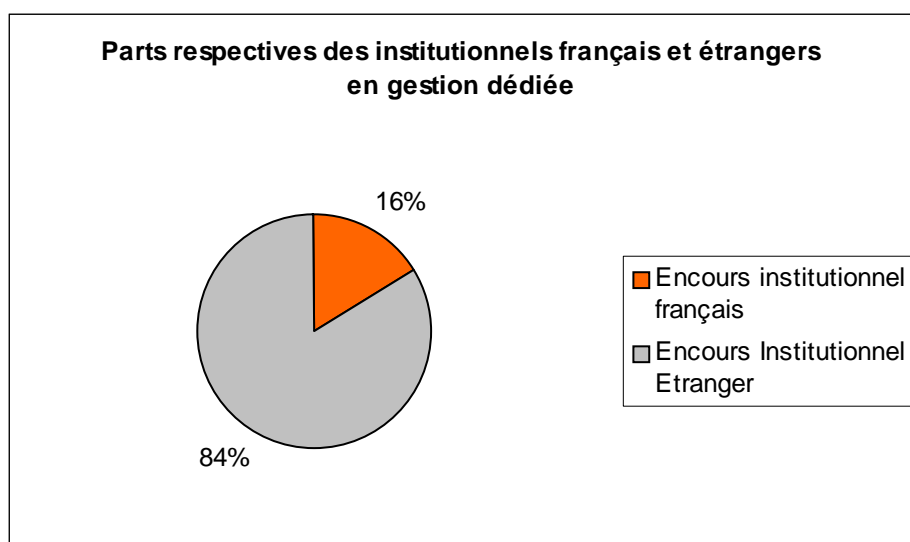
Le discours tenu auprès de l'espace médiatique, est très factuel. Il connaît cependant une certaine difficulté à passer car il s'agit d'un discours plus complexe où il est nécessaire de distinguer plusieurs types d'acteurs dont les encours se répartissent dans des véhicules financiers distincts. Son attrait principal est de donner un aperçu de la taille et des caractéristiques du marché institutionnel qui pour de nombreux observateurs est censé être dans l'avenir le vecteur clé de la croissance de l'ISR. Un des résultats extraits et très exploité par l'entrepreneur institutionnel Novethic est le montant total des encours institutionnels (5 milliards) et leur répartition entre gestion collective et gestion dédiée :



Encours institutionnel ISR en gestion collective et en gestion dédiée en millions d'Euros au 31/12/03  
(Source : Novethic)

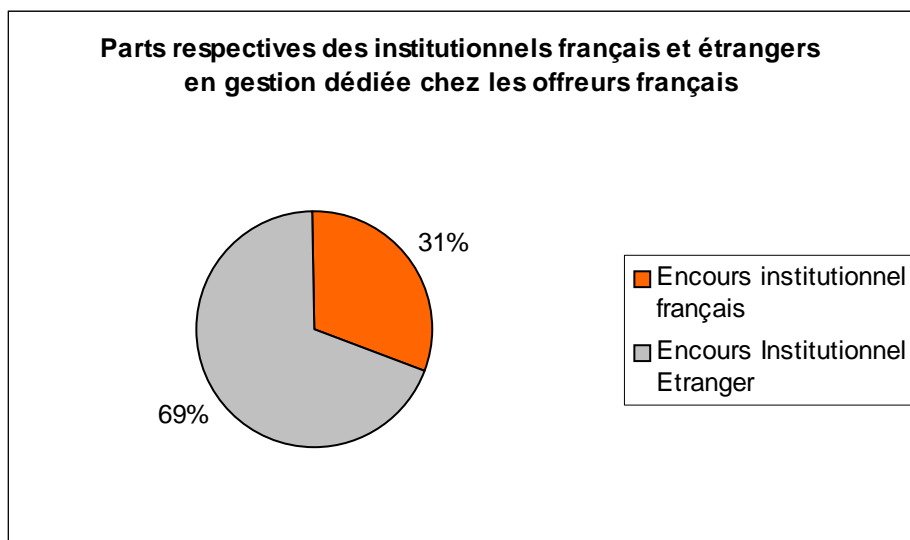
Graphique extrait de *Enquête sur les encours et les caractéristiques des encours des investisseurs institutionnels*, juin 2004, Novethic

Le discours appuie aussi sur le fait que sur la gestion dédiée, qui représente la plus grosse partie de l'encours institutionnel, les investisseurs étrangers représentent la clientèle dominante même si l'on s'intéresse uniquement aux offreurs français. En effet sur 3,3 milliards de dollars d'actif total, les investisseurs français représentent seulement 610 millions :



Encours institutionnel ISR en gestion dédiée au 31/12/03  
(Source : Novethic)

Graphique extrait de *Enquête sur les encours et les caractéristiques des encours des investisseurs institutionnels*, juin 2004, Novethic



Encours institutionnel ISR chez les offreurs français en gestion dédiée au 31/12/03

Graphique extrait de *Enquête sur les encours et les caractéristiques des encours des investisseurs institutionnels*, juin 2004, Novethic

(Source : Novethic)

C'est ici que le discours se permet une de ses très rares prévisions pour l'avenir et d'appel à l'engagement d'un nombre accru d'investisseurs institutionnels, exercice plus pratiqué par l'US SIF :

Si la part des investisseurs français est donc supérieure à ce qu'on observe pour l'ensemble des offreurs présents en France, le marché des institutionnels étrangers apparaît néanmoins toujours comme plus dynamique en terme de gestion ISR. Ce résultat peut être relié avec la position générale des institutionnels français qui restent réticents à s'engager franchement sur cette forme de gestion, alors que de nombreux institutionnels étrangers n'hésitent pas à lancer aujourd'hui des appels d'offre adaptés. L'engagement du FRR dans l'ISR devrait toutefois permettre de convaincre certains de ces investisseurs institutionnels français d'investir dans l'ISR.

Source : Enquête sur les encours et les caractéristiques des encours des investisseurs institutionnels, juin 2004, Novethic

La direction de *Novethic* a décidé de reconduire en 2005 cette enquête dont les résultats lui permettent de disposer et d'offrir une photographie plus fine et complète du marché global de l'ISR. Ainsi, selon des modalités très différentes, l'organisation *Novethic* comme le US SIF américain est en train de se doter d'une puissance calculatrice lui permettant progressivement de donner la quantification la plus précise de son pays d'appartenance. Dans les deux cas, on retrouve malgré des appuis sur d'autres agences calculatrices, la construction d'un protocole d'enquête et d'une base de données propres. Toutefois Novethic n'a pour le moment pas du tout exploré la piste de la quantification de l'activisme actionnarial des investisseurs socialement responsables car comme dans la majorité des pays européens, cette pratique reste balbutiante et peu propice à la quantification<sup>113</sup>.

---

<sup>113</sup> On peut signaler cependant ici le travail réalisé par le CFIE (Centre français d'information sur les entreprises) sur la prise en compte des questions extra-financières lors des Assemblées Générales annuelles des entreprises du CAC 40 qui représente aujourd'hui la tentative la plus aboutie de quantification des manifestations d'un engagement actionnarial.

## Synthèse Chapitre I

Après nous être penchés sur les termes et les concepts qui permettent de désigner le mouvement de l'ISR, nous achevons ici le tour d'horizon de la construction dans diverses aires géographiques et selon diverses modalités, de dispositifs de calcul visant à quantifier le mouvement de l'ISR.

Si l'on s'intéresse strictement aux résultats produits par ces agences calculatrices, ces derniers entérinent l'idée que l'ISR américain, même s'il est aujourd'hui pas mal chahuté par ses homologues européens qui le jugent trop basique et manichéen reste en première ligne. Et s'il le reste, c'est que malgré toutes les déconstructions que l'on peut faire subir à l'agence calculatrice de l'US SIF, le résultat chiffré reste là, indépassable, pour tous les pionniers et observateurs de l'ISR : Aux Etats-Unis, au moins un dollar sur 8 est géré selon les principes de l'investissement socialement responsable soit plus de 10% des encours totaux alors qu'en Europe, toutes les estimations partielles qui ont pu être faites ne dépassent pas les 1%.

Mais comme pour les mots, il a été particulièrement heuristique de revenir dans cette partie sur le processus de construction de ces chiffres assumé par certains entrepreneurs institutionnel du champ de l'ISR à travers la construction de dispositifs de calcul. Leur vocation est, pour les différents entrepreneurs institutionnels qui les assument, dans un double mouvement de légitimation de leur propre organisation et de légitimation du marché de l'ISR, de donner à voir par le calcul, le marché de l'ISR. La production de données chiffrées fonctionne ici comme un levier d'accélération de la visibilité et de l'existence publique et médiatique du champ de l'ISR.

Comme lors de la constitution de l'analyse extra-financière et de ses dispositifs de jugement<sup>114</sup>, ce sont des structures neuves créées par des entrepreneurs institutionnels, peu après les premières manifestations concrètes et organisées d'ISR (activisme actionnarial, création de fonds) qui vont prendre à leur charge l'effort de calcul et non pas des acteurs déjà installés de la quantification générale des encours gérés dans l'espace de la gestion financière traditionnelle<sup>115</sup>. Ceux-ci ne déploient pas, en effet, au départ, d'effort direct pour traiter cette nouvelle niche de la gestion d'actifs en voie de constitution.

---

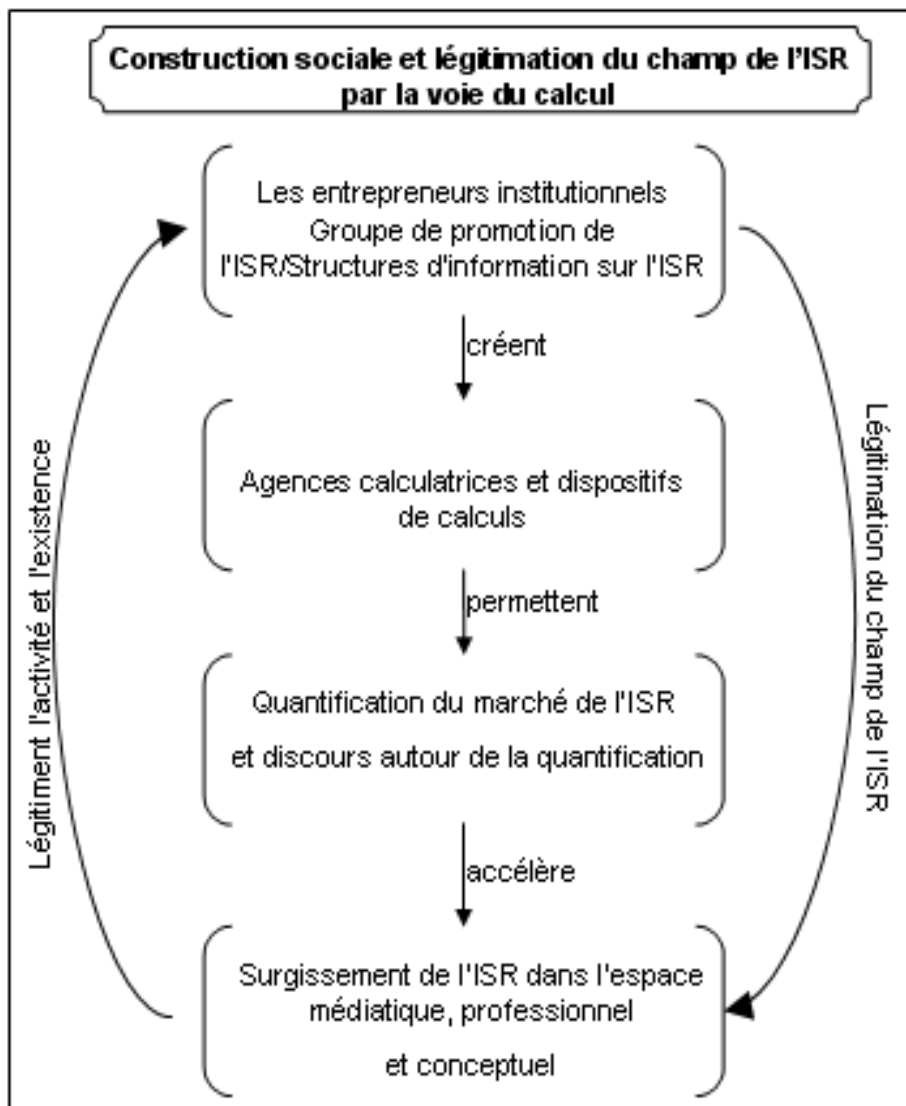
<sup>114</sup> Gond, J.P, 2003, op.cit

<sup>115</sup> Le chapitre suivant sera l'occasion de revenir plus profondément sur cette gestion d'actifs.

La place est donc parfaitement libre pour ces acteurs pionniers qui vont alors devoir s'intéresser à la structuration du marché de la gestion d'actifs dans leur pays pour en faire surgir la partie qui les intéresse : la part ISR. Ils vont tous dès lors devoir s'emparer et maîtriser les terminologies légales qui structurent le marché de la gestion d'actifs financiers dans la zone géographique pour les faire fusionner avec d'autres concepts constitutif des champs naissant de l'ISR, de la RSE et du développement durable.

Dans cet effort de calcul, tous ne s'engagent pas forcément sur les mêmes orientations. Alors que les Américains vont raisonner essentiellement en terme de pratiques et en terme politique avant de s'intéresser aux véhicules financiers et aux types d'investisseurs concernés, les Européens font la démarche inverse. La seule pratique potentiellement quantifiable étant celle du filtrage, ils vont partir, sans jamais s'avancer de manière frontale sur les enjeux politiques du mouvement, des véhicules financiers puis des types d'investisseurs pour en faire les pivots du calcul.

A travers la constitution de ces agences calculatrices et la production de ces chiffres, ces entrepreneurs institutionnels façonnent les contours de l'objet qu'ils tentent de circonscrire quantitativement par leurs choix de calcul, leurs présentations graphiques et par le discours qui s'enroule autour des chiffres. Celui-ci se distingue chez chacun par un emploi précis de termes et de terminologie, la volonté ou non de donner à voir le passé et de prédire le futur de l'ISR, ou encore par l'établissement dans l'écriture d'une distance ou au contraire d'une proximité militante avec la cible de calcul. Ce discours, tout en se faisant écho de la réalité du terrain, objectivé par l'agence calculatrice, construit le contenu de cette réalité pour les observateurs n'ayant pas d'accès direct à ces différentes espaces de mise en mouvement de l'ISR.



L'ISR se construit donc à l'intersection de deux champs conceptuels : celui de l'émergence de la prise en compte de critères extra-financiers dans l'activité économique et financière et celui très précis et circonscrit de la gestion financière. Il est donc nécessaire ici avant d'aborder l'enquête de terrain réalisée sur les acteurs de l'ISR, d'entrer à l'intérieur du champ plus large de la gestion d'actifs financiers et de l'industrie financière dont l'ISR fait intrinsèquement partie même si son enracinement dans une remise en question des cadres traditionnels de l'analyse économique et financière l'en font déborder. L'analyse va revenir maintenant sur cette industrie financière à laquelle les agences calculatrices du marché de l'ISR et moi-même dans ce chapitre n'avons cessé de faire référence en utilisant les nomenclatures professionnelles des véhicules financiers, elles-mêmes construites selon des cadres d'entendement établis dans ce champ de la Finance.





## **Chapitre II) Espaces de la Finance**

« La spectaculaire montée en puissance des marchés financiers constitue un des aspects les plus impressionnants et les plus intrigants des mutations subies par le capitalisme depuis vingt ans. C'est sans doute la raison pour laquelle ils concentrent aussi tant de fantasmes. Tant du côté de ceux qui imaginent que le capitalisme aurait découvert grâce à eux une sorte de pierre philosophale capable de transformer le plomb en or pour le bien de l'humanité, que du côté de ceux qui y voient une sorte de sabbat permanent où les sorcières (en l'occurrence plutôt les sorciers) des temps modernes se réunissent chaque jour pour torturer l'humanité. La réalité est à la fois plus complexe et plus prosaïque. »

Guillaume Duval, 2003<sup>116</sup>

L'ISR, dont nous venons à la fois de déconstruire et d'esquisser les grands aspects quantitatifs, ne représente ainsi aujourd'hui qu'une part très marginale des sommes gérées sur les marchés financiers<sup>117</sup>, notamment en Europe. Cependant, même s'il n'en constitue qu'une part très limitée, il n'en reste pas moins encasté dans ce champ<sup>118</sup> précis qu'est l'industrie de la Finance. C'est pourquoi, nous souhaiterions, avant de rentrer dans l'enquête de terrain, revenir un peu plus en profondeur sur ce qu'est la gestion d'actifs et son évolution dans le temps mais aussi sur cet espace plus général dans lequel s'insère l'ISR, c'est-à-dire la Finance et ses différents métiers, ceux-ci ayant connu de fortes mutations lors des trente dernières années.

Nous tenterons ici de nous prémunir de deux écueils majeurs lorsqu'il s'agit de traiter de la Finance: le messianisme apocalyptique comme le messianisme enchanteur. Nous nous appuierons pour ce faire sur des travaux innovants entamés en sociologie financière ces dernières années<sup>119</sup> mais aussi sur des ouvrages d'un autre genre : ceux d'observateurs

---

<sup>116</sup> Duval Guillaume, 2003, « L'immaturation des marchés financiers » in *Le Libéralisme n'a pas d'avenir, Big business, marchés et démocraties*, Editions la découverte, Paris.

<sup>117</sup> Chiffres de l'indicateur Novethic au 31/12/2004

<sup>118</sup> Bourdieu, J, Heilbron, J, Reynaud, B, « Les structures sociales de la Finance », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, mars 2003. Dans la préface de ce numéro d'*Actes de la Recherche en Sciences Sociales* consacrés à des travaux de recherche sociologiques sur la Finance, les auteurs définissent, dans la tradition de la sociologie des champs de Pierre Bourdieu, la Finance comme un univers social spécifique relativement autonome par rapport aux autres champs dont il faut analyser la structure sociale, les transformations et les conditions sous lesquelles ces transformations se déroulent et produisent leur effet. Nous nous rattacherons dans ce chapitre à ce concept de champ pour offrir des éléments de compréhension synthétique sur les mécanismes généraux de fonctionnement des grands espaces constitutifs de ce champ de la Finance.

<sup>119</sup> Trois revues récemment publiées démontrent de la vitalité de la recherche en sociologie financière : Politix, 2000, *Les Marchés financiers*, vol 13, n°52 ; Réseaux, 2003, *Technologies de marchés*, vol 21, n° 122, Actes de la Recherche en Sciences Sociales, 2003, *Espaces de la Finance*, n°146-147. Dans ce chapitre, nous nous sommes particulièrement reposés sur les travaux publiés dans cette revue sur les espaces de l'audit, de l'analyse financière et de la gestion d'actifs. La vitalité de la recherche en sociologie financière en France est marquée par la création et l'activité de l'association des études sociales de la Finance (SSF) ayant pour objet la promotion

praticiens de la Finance. Leurs ouvrages, dont les problématiques sont souvent propres à leur domaine particulier d'expertise, sont riches de détails pragmatiques sur les grandes modalités du fonctionnement des espaces de la Finance<sup>120</sup>.

En ce qui concerne les travaux de recherche académiques sur la Finance, nous nous sommes particulièrement attachés à ceux qui étudient le fonctionnement de différents espaces de la Finance sans faire de la question de l'utilité ou de la nocivité de la Finance leur problématique centrale et qui ne se mobilisent pas non sur des interrogations appartenant plus strictement à la sphère de la recherche économique<sup>121</sup>. Les travaux, auxquels nous allons emprunter des éléments de connaissance, sont eux plutôt construits sur l'hypothèse sous-jacente que la Finance et ses différents ensembles d'institutions et de groupes de professionnels dont les intérêts et les stratégies sont spécifiques, doivent être étudiés au même titre que d'autres secteurs, non pas pour servir de suppléments d'âme à l'analyse économique mais pour y reconnaître un lieu d'expression des mécanismes généraux du fonctionnement du monde social. La Finance, à ce titre, doit être considérée comme un objet de recherche propre<sup>122</sup> et chaque groupe d'acteurs qui est en position d'intervenir dans ce champ mérite une étude approfondie.

L'objectif de ce chapitre est donc d'offrir une cartographie très générale des grands sous-espaces de l'industrie de la Finance avec des points d'approfondissements sur ceux qui vont entrer en jeu de manière directe ou indirecte dans la construction sociale en France d'une offre de produits financiers socialement responsable.

---

d'études scientifiques interdisciplinaires sur le monde de la Finance. L'adhésion à cette association et la discussion des travaux de certains de ces membres m'a permis de mieux appréhender les fonctionnements de la Finance et de ses différents intermédiaires notamment en matière de gestion d'actif, de courtage et d'analyse financière, espaces clés pour une meilleure compréhension de mon propre champ d'étude.

<sup>120</sup> De Perthuis, Christian, Petit, Jean-Pierre, 2005, *La Finance autrement*, Editions Dalloz, Paris.

Gerst, C, Groven, Denis, 2004, *To be or no to be, le pouvoir des agences de notation en question*, Editions Village Mondial, Paris.

<sup>121</sup> Godechot Olivier, 2004, *L'appropriation du profit, politiques des bonus dans l'industrie financière*, Thèse de doctorat en Sociologie, sous la direction de Michel Lallement, CNAM, p21. L'auteur précise dans l'introduction de sa thèse que la problématique traditionnelle voire quasi imposée des travaux sur la Finance est la question du mode de détermination des cours des titres et partant de l'efficacité ou de l'inefficacité marchande.

<sup>122</sup> Bourdieu, J, Heilbron, J, Reynaud, B, « Les structures sociales de la Finance », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, mars 2003

## **I) Les métiers de la Finance**

### **1) Un bref historique**

Les historiens<sup>123</sup> et les sociologues qui travaillent sur la genèse des marchés s'accordent à dire que l'industrie financière n'a pas émergé de la construction d'un marché des actions<sup>124</sup> par des acteurs privés mais de la constitution de marchés d'obligations<sup>125</sup> publiques menée par les Etats. Dans l'Europe du 17<sup>ème</sup> et 18<sup>ème</sup> siècle, ces marchés sont mis en place par et pour des Etats naissants dans le but de financer les guerres et les innovations militaires. Les Etats se mettent donc à mettre sur le marché leur dette sous la forme d'émission d'obligations négociables qui vont commencer à prendre une place importante à côté des financements publics traditionnels (impôts, conquêtes, prêts imposés, prêts auprès des financiers internationaux, ventes de biens et d'offices). Cette innovation financière permet ainsi aux princes de renforcer leur autonomie vis-à-vis des financiers internationaux aux taux d'intérêts très forts et de fortifier leur alliance avec les élites urbaines de rentiers qui achètent ces obligations.

La constitution des marchés actions est plus tardive mais est aussi issue d'une impulsion des gouvernements des Etats nationaux. Au dix-neuvième siècle, beaucoup suivent l'exemple de la Hollande qui finance la compagnie des Indes orientales à l'aide de l'émission d'un titre d'un nouveau genre, l'action qui fait de son porteur non plus le débiteur mais le propriétaire de l'entité qui émet le bon. Ce marché des actions est d'abord limité aux entreprises publiques et semi-publiques (grandes compagnies de commerce d'outre-mer, sociétés d'outre-mer).

La fin du dix-neuvième siècle constitue un véritable tournant pour la Finance décrit dans *l'Argent* de Zola et analysé dans *Les traders* d'Olivier Godechot<sup>126</sup>. Les grandes firmes obtiennent le droit de s'organiser comme des sociétés anonymes, les grandes banques

---

<sup>123</sup> Bourdieu, J, Heilbron, J, Reynaud, B, op.cit. p 5

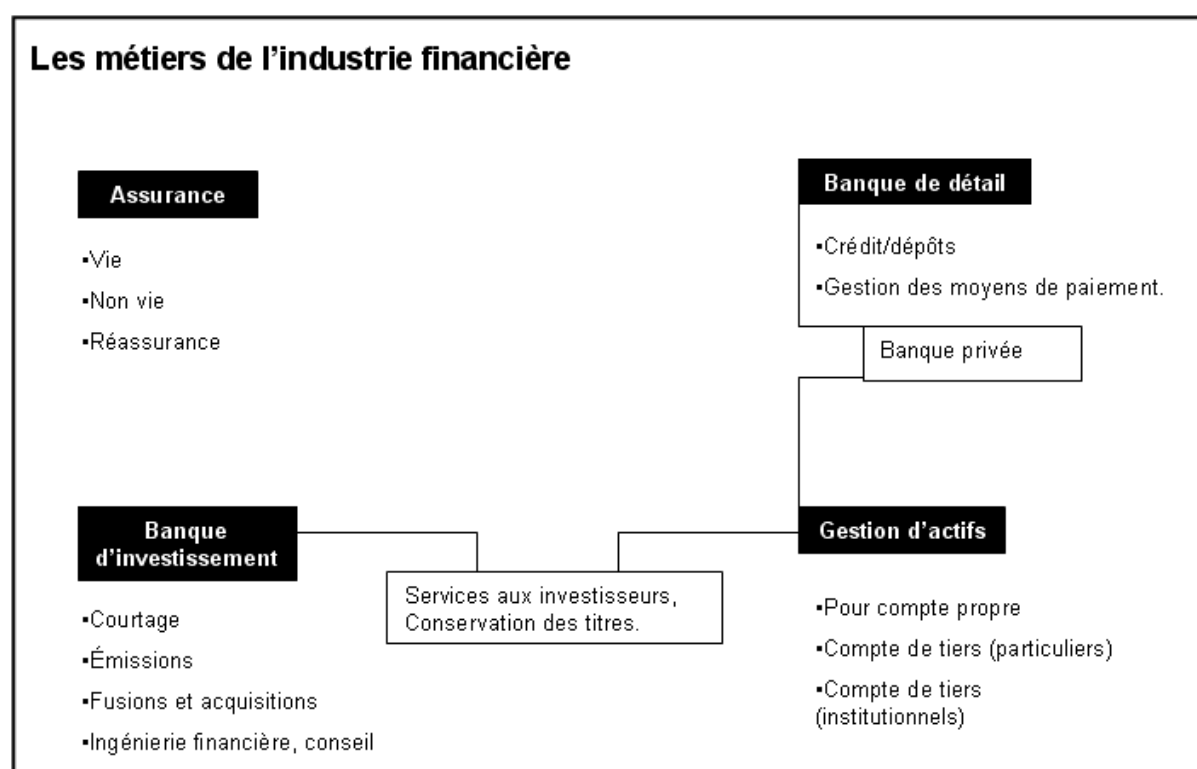
<sup>124</sup> L'action est un titre de propriété. Cette propriété est synonyme de responsabilité. La détention d'un pourcentage d'actions impliquant une détention d'un pourcentage de propriété fait qu'en cas de cessation d'activités, les actionnaires ne seront remboursés, qu'après que tous les autres créanciers de l'entreprise aient été désintéressés. L'action est un actif financier risqué qui donnent certains droits à l'actionnaire : droit à l'information, droit de vote et droit au résultat.

<sup>125</sup> L'obligation est un titre de créance, une reconnaissance de dette. Etre créancier signifie percevoir une rémunération contractuellement garantie avec engagement de remboursement qui en font théoriquement un actif financier moins risqué que l'obligation. Etre créancier signifie également n'avoir aucun droits sur les actifs de la société, aucun droit sur les résultats et aucune possibilité de sanctionner directement les dirigeants sur leur mode de gestion.

<sup>126</sup> Godechot, O, 2001, « Brève histoire de la transformation financière » in *Les traders, Essai de sociologie des marchés financiers*, Editions la Découverte, p21-66.

commerciales se développent, la Bourse prend son essor et la Finance s'internationalise. A côté des métiers de la Banque de crédit et de dépôt, de la Banque d'investissement, se structurent des groupes professionnels de l'échange financier. Vivant des commissions versées sur les transactions financières ils se constituent en associations (corporation des agents de change à Paris, brokers à New York et à Londres) et sont à l'origine de la création d'un espace organisé entre la demande et l'offre de capital qui se traduit concrètement par la création progressive d'institutions spécialisées que sont les Bourses d'obligations et d'actions.

## **2) Les quatre grands pôles de l'industrie financière**



**Graphique 1** : Les métiers de l'industrie financière (source : *La Finance Autrement*)

L'industrie financière peut être aujourd'hui définie<sup>127</sup> à partir de quatre grandes familles d'activités. Les métiers de la Banque commerciale consistent à recueillir les dépôts, gérer les moyens de paiement et effectuer les crédits. Ceux de la Banque d'investissement amènent des intermédiaires professionnels à offrir leurs services à des agents non financiers souhaitant utiliser les marchés financiers. Les métiers de la gestion d'actifs offrent quant à eux un savoir faire et un service en terme de placements financiers aux épargnants particuliers et aux investisseurs institutionnels. Ils exercent aussi parfois ce service pour le compte de leur propre organisation. On parle ici alors de gestion pour compte propre. Le rôle de ces

<sup>127</sup> De Perthuis, C, Petit, J-P, 2005, op.cit.

gestionnaires s'est considérablement accru ces dernières années à mesure que les agents économiques se sont mis à détenir un plus grand volume d'actifs financiers car ils en assurent la plupart du temps les placements. C'est dans ce pôle de la gestion d'actifs qu'en France et ailleurs, le mouvement de l'investissement socialement responsable s'insère. Le dernier et quatrième métier est celui de l'assurance (vie, non vie et réassurance).

### **3) La concentration de l'industrie financière**

Cette industrie de la Finance est marquée depuis le début des années 1990 par une logique qualifiée de « one stop shopping » c'est-à-dire qui se distingue par la constitution d'acteurs multiservices pratiquant depuis une entité unique une palette de plus en plus large de métiers financiers. Les principales motivations invoquées par les acteurs sont la recherche d'économie de gamme et le lissage des gains des différentes activités, l'activité de banque d'investissement étant par exemple, plus irrégulière que celle de la Banque commerciale. Cette option stratégique prise par les opérateurs de la Finance entraîne de nombreux observateurs<sup>128</sup> à s'interroger sur les conflits potentiels d'intérêts entre les différentes branches d'activité de ces groupes.

Par exemple, la filiale de gestion d'actifs d'un groupe multi activités, qui est censée prendre ses décisions d'investissement en fonction de l'intérêt des seuls porteurs de parts, peut entrer en conflit éventuel avec l'activité de la banque commerciale et de la banque d'investissement dont les principaux clients sont les entreprises. Ces derniers pourraient voir d'un mauvais œil la décision de la gestion d'actifs de se séparer d'un titre ou de désapprouver la stratégie managériale de l'entreprise par l'exercice de son droit de vote alors qu'ils sont engagés dans des relations commerciales très étroites avec ladite entreprise. Certains acteurs impliqués dans la mise en place d'une forme plus efficace de gouvernance sont très critiques au sujet du rapprochement de métiers de la banque commerciale et de la gestion d'actifs<sup>129</sup>.

Aux Etats-Unis, le phénomène est assez récent mais s'est déroulé de façon accélérée après l'abolition du Glass Steagall Act qui, en 1933 après le krach boursier de 1929 entérine la position suivante : Afin d'éviter les faillites à la chaîne en cas de crise boursière, il est nécessaire de compartimenter l'activité financière à la fois sur le plan géographique et sur le plan sectoriel. Jusqu'au début des années 1980, le système bancaire américain a donc été

---

<sup>128</sup> De Perthuis C, Petit J-P, 2005, op.cit.

<sup>129</sup> Leroy, P-H, 2003, Les avancées récentes de l'activisme actionnarial, in *Développement Durable et Gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur*, Les cahiers de l'ORSE, Editions d'organisation, p 151.

caractérisé par la spécialisation des acteurs financiers avec l'imposition d'une stricte séparation entre la banque d'investissement, la banque commerciale et dans une moindre mesure d'une délimitation de ces deux activités avec celle de la gestion professionnelle d'actifs financiers. En comparaison, la situation avant 1933 était beaucoup plus intégrée<sup>130</sup>. Les années 1980 sont le théâtre de l'assouplissement progressif du Glass Steagall Act. Son abrogation en 1999 marque le remodelage du paysage financier américain avec l'intégration de métiers de plus en plus nombreux dans des groupes financiers diversifiés<sup>131</sup>.

En Europe et plus exactement en France, l'industrie financière n'a jamais été aussi cloisonnée qu'aux Etats-Unis, en raison de la défense du modèle de la Banque Universelle qui avait déjà permis la constitution de grands groupes bancaires aux activités multiples. Cependant, la banque commerciale, la banque d'investissement et l'activité d'assurance restent jusqu'au début des années 90 assez distinctes. C'est à partir de cette date que commence réellement la constitution d'acteurs multi spécialistes. Cette inflexion se traduit notamment par le mariage des métiers de la banque commerciale et de l'assurance et par la constitution, dans chaque pays européen, de champions nationaux mais sans encore l'émergence de grands groupes paneuropéens. En France, les groupes BNP Paribas et Crédit Agricole, qui font partie des 5 plus grands établissements bancaires européens, sont assez avancés dans cette stratégie. La même logique est suivie dans une moindre mesure pas la Société Générale, les Caisses d'Epargne, le groupe Banques populaires et le groupe CIC-Crédit Mutuel.

Les métiers de la Finance de marché (courtage, activité d'émission de nouveaux titres financiers, conseil en acquisition), activités la Banque d'investissement, ont été particulièrement en pointe dans les restructurations qui ont touché le champ de la Finance notamment à travers l'exploitation des nouvelles technologies de l'information. Aujourd'hui, ces métiers connaissent une très forte concentration, entraînant la formation de véritables oligopoles que le régulateur peine à surveiller car il ne dispose pas loin s'en faut des mêmes capacités de traitement et d'accès à l'information. Ce sont notamment les grandes maisons de titre de Wall Street (Morgan Stanley, Goldman Sachs, JP Morgan) qui, à l'échelle internationale tirent particulièrement bien leur épingle du jeu. Selon certains observateurs<sup>132</sup>,

---

<sup>130</sup> Sauviat, C, 2003, « Deux professions dans la tourmente : l'audit et l'analyse financière », *Actes de la recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, p21-40

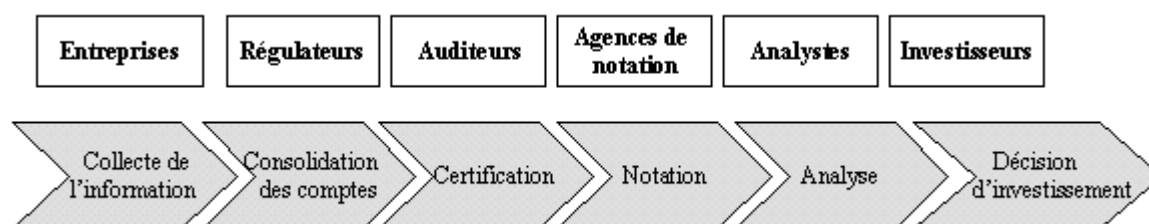
<sup>131</sup> On peut ici citer quelques exemples de fusion emblématique de ce mouvement : En 1998, Citicorp, groupe bancaire diversifié fusionne avec Travelers, un groupe d'Assurance pour former Citigroup le premier acteur de l'industrie financière mondiale. En 2000, Chase Manhattan, banque commerciale fusionne avec JP Morgan, une des plus grosses banques d'investissement.

<sup>132</sup> De Perthuis C, Petit J-P, 2005, op.cit.

la concentration de la banque d'investissement n'est pas forcément conciliable avec l'ouverture et la transparence des marchés des capitaux car ces intermédiaires financiers, du fait de leur poids et de leurs positions stratégiques bénéficient de rentes informationnelles qui peuvent leur permettre de faire porter le risque financier à des acteurs moins informés.

## **II) La chaîne de traitement de l'information financière**

Nous empruntons ici ce concept de chaîne de traitement de l'information financière aux auteurs de *la Finance autrement* car elle nous semble fournir une représentation conceptuelle et graphique à même de permettre une saisie rapide du chemin parcouru par l'information dans les métiers de la Finance. Sur un marché financier, on échange des titres (actions, obligations, dérivés) qui sont une promesse ou un engagement sur le futur. Les acteurs qui vont se porter acquéreur ou vendeur de ce titre le feront en raison d'une certaine opinion à un instant T sur ce futur. Or ces opinions se forgent principalement à partir de la compréhension que l'on peut avoir des informations accessibles. Ces dernières passent par une chaîne de traitement de l'information reliant les émetteurs aux investisseurs par quatre maillons principaux : la production de l'information, la certification de l'information, l'analyse de l'information, la notation des émetteurs ou des émissions par rapport à cette information.



Graphique 2 : La chaîne de traitement de l'information financière (source : *La Finance Autrement*)

Ces métiers de l'information financière sont assumés en grande partie par des acteurs ne faisant pas partie des champs d'activité financiers décrits plus hauts à l'exception d'une partie de l'analyse financière à la fois pratiquée au sein de l'activité de gestion d'actifs et de la banque d'investissement.

## **1) Les entreprises et la profession comptable à la source de la production et de la certification de l'information financière**

La production de l'information financière est le fait des émetteurs, c'est-à-dire les entreprises, qui doivent suivre pour cela certaines normes comptables. Même si le processus de standardisation des normes comptables est aujourd'hui assez avancé, il fait encore l'objet de réelles batailles entre deux standards principaux : les normes américaines US GAAP et les normes IAS produites par l'International Standard Committee (IASC) utilisées depuis 2005 par l'ensemble des entreprises cotées européennes après leur approbation en 2002 par le parlement européen. L'activité de production de l'information financière est donc une activité à part entière pour les entreprises qui doivent jongler, si elles ont une dimension internationale, avec des systèmes de comptabilité différents dont les orientations sont loin d'être neutres<sup>133</sup>. Les systèmes de comptabilité sont fixés et définis par les organes de régulation de chaque pays. Sur les marchés financiers, les organes de régulation prennent la forme le plus souvent d'autorités boursières indépendantes. Aux Etats-Unis, le gendarme de la Bourse est la SEC (Stock Exchange Corporation). En France, l'AMF (Autorité des marchés financiers) joue ce rôle.

Cette information est alors certifiée par un tiers certificateur qui a pour fonction de vérifier les données financières produites par les entreprises et de se porter garant de leur véracité. Il s'agit ici d'une des dimensions du métier de l'audit dont les professionnels sont, en France, les commissaires aux comptes. Cette profession, comme d'autres, gravitant dans la sphère de l'industrie de la Finance, a connu de nombreuses transformations ces trente dernières années<sup>134</sup>.

Son modèle professionnel prend son origine en Angleterre à partir d'une activité jugée peu digne par d'autres acteurs professionnels, les procédures de mise en liquidation. La profession comptable britannique arrive très vite à incarner une sorte de modèle de l'excellence professionnelle avec l'image de la firme londonienne intervenant sur le marché des entreprises cotées avec une diversification de son offre de services et une implantation aux Etats-Unis dès la première moitié du vingtième siècle.

---

<sup>133</sup> Le système adopté sur le continent européen introduit une variabilité dans les résultats avec l'application de la fair value consistant à inscrire les actifs à leur valeur de marché. Cela correspond à un accroissement de la sensibilité du compte du résultat aux variations du prix des titres financiers, ce qui récolte hostilité de certains établissements européens à l'introduction du principe de fair value pour calculer leur résultat

<sup>134</sup> Sauviat, C., 2003, « Deux professions dans la tourmente : l'audit et l'analyse financière », *Actes de la recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, p21-40 ; Ramirez, C., 2003, « Du commissariat au compte à l'audit : les BIG 4 et la profession comptable depuis 1970 en France », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, p62-79



En 1930, aux Etats-Unis, le législateur fait du contrôle des comptes un rouage essentiel du fonctionnement des marchés financiers. Il place ainsi les auditeurs au centre de la vie américaine des affaires et pose les fondements de la formation d'un oligopole par la garantie d'avoir des clients et un marché stable. Après la seconde guerre mondiale, certains mandats accordés par la SEC permettent aux professionnels de l'audit de tisser des réseaux privilégiés avec les plus grandes entreprises américaines.

En 1970, huit grands réseaux d'audit anglo-américains se détachent clairement. Ils vont commencer à être désignés par les professionnels et l'opinion publique sous le terme de « Big Eight ». En 1975, c'est l'activité de conseil et non plus l'activité d'audit comptable qui constitue le moteur de la croissance de ces entités. En 1980, c'est la première vague de fusions avec le passage des « Big Eight » au « Big Six ». Les années quatre vingt dix voient l'explosion des honoraires des prestations de conseil aux entreprises au détriment des honoraires de l'audit : Ces derniers ne représentent plus que 31% des revenus de ces firmes contre 70% en 1976. A partir des années 2000, la SEC, l'organe de régulation de la Bourse s'inquiète de ce déséquilibre et arrive malgré une forte résistance de la profession, à obliger les firmes d'audit à rendre public chaque année le montant de leurs honoraires non liés à l'audit légal, celui-ci représentant selon une étude réalisée en 2002, moins de 28% du chiffre d'affaire de ces entreprises. La plus grande partie de la rémunération des sociétés d'audit vient des missions de conseil et non pas des missions de certification.

Au sein de ces cabinets d'audit, les auditeurs se transforment en parents pauvres de leurs collègues des branches du Conseil, ce qui se traduit concrètement par le versement de salaires différenciés dans ces firmes au profit de ces derniers<sup>135</sup>. Par ailleurs, se pose un problème de débouchés ; les auditeurs qui n'arrivent pas à faire carrière dans le conseil finissent par travailler dans les grandes entreprises, seules à même de leur assurer des carrières avec pouvoir et argent à la clef. Des anciens auditeurs se retrouvent souvent à des postes de responsables comptables et financiers dans ces grandes entreprises. Ils entretiennent donc souvent une certaine forme de promiscuité avec les directions générales des entreprises faites de trajectoires communes et de relations d'affaires pouvant constituer une forme d'aliénation de leur indépendance professionnelle par rapport à leur mission de certification des comptes pour la communauté des investisseurs.

Cette aliénation peut encore s'accroître par le fait que ces entreprises sont, de plus, les principales clientes de leur employeur pour les prestations de conseils. Les tentations sont

---

<sup>135</sup> Sauviat, C op.cit. 2003, aux Etats-Unis, les honoraires de l'audit ne représentaient plus que 31% dans les années 1990, plus que 28% en 2002 des revenus des grandes institutions de l'audit contre 70% en 1976.

donc grandes d'être juge et partie en prodiguant à la fois des conseils sur la façon de produire l'information financière et en certifiant cette même information. Pour le cabinet d'audit *Arthur Andersen*, ce mélange des genres est allé jusqu'à fermer les yeux sur de graves dysfonctionnements de la société Enron<sup>136</sup>. Ce soutien qualifié d'abusif a entraîné sa chute en 2002 pour pratiques laxistes voire frauduleuses. Le caractère oligopolistique du champ de l'audit s'est ainsi encore accentué. Il est aujourd'hui dominé par quatre grands cabinets d'audit multinationaux d'origine anglo-américaine : *Price Waterhouse Coopers*, *KPMG*, *Deloitte Touche Tohmatsu*, et *Ernst and Young*. Très discrets dans les instances de régulation comptable officielle, ces acteurs n'en ont pas moins un rôle central<sup>137</sup> dans la définition et la standardisation des normes comptables qui infléchissent les contours de la production de l'information financière et la production de l'expertise en comptabilité et en audit.

Au début des années 2000, des scandales financiers dont le plus médiatique fut probablement *Enron*, braque donc le projecteur sur les métiers du traitement de l'information financière, l'audit étant particulièrement touché dans la crise<sup>138</sup>. Les Etats-Unis face au risque de crise de confiance des épargnants américains, dont certains ont vu leur retraite partir en fumée à la suite de ces scandales réagissent très rapidement avec la promulgation de la loi Sarbanes Oxley, qui constitue le premier coup de frein dans le processus de dérégulation financière entamée en 1975 avec la fin de l'encadrement réglementaire des commissions perçues par les courtiers. Sur l'audit, la loi sonne la fin du système d'autorégulation soigneusement défendu jusque là par la profession et son association professionnelle l'AICPA, au profit de la création d'un organisme public indépendant le « Public Company Accounting Oversight Board ». Les fonctions clés de cet organisme sont de superviser les grandes firmes d'audit, les sanctionner en cas de manquement aux règles et édicter de nouvelles règles pour l'audit légal. Cependant les professionnels de l'audit ne semblent pas prêts à renoncer au combat notamment grâce à un important travail de pression sur les

---

<sup>136</sup> La société Enron créée en 1986 résulte au départ de la fusion de deux petites compagnies de distribution de gaz du Texas et du Nebraska. A partir de 1989, l'activité de courtage sur produits énergétiques devient le cœur de développement de Enron. En 1995, la compagnie dégage un chiffre d'affaire de 10 milliards de dollars dont environ 60% du résultat du transport et de la vente de gaz et 40% du courtage. En 2000, la compagnie affiche un chiffre d'affaire de 100 milliards de dollars dont moins de 5 proviennent du métier originel de gazier. Enron devient en l'espace de 15 ans la cinquième capitalisation du monde avec un cours de l'action à 81 dollars. Un an plus tard, l'action Enron s'échange à 0,4 dollars et très vite la compagnie est mise sous la protection de la loi américaine sur les faillites pour être démantelé. Les dirigeants du groupe ont systématisé l'usage d'artifices comptable pour sortir une grande partie de sa dette dans le but de ne pas effrayer les investisseurs et les analystes financiers. Les salariés d'Enron perdent à la fois leur travail et une grande partie de leurs droits à la retraite inscrits dans un plan majoritairement investi en actions maisons.

<sup>137</sup> Ramirez, C, 2003, op.cit.

<sup>138</sup> Sauviat, C, 2003, op.cit.

membres du Congrès et sur la SEC<sup>139</sup>. La loi restreint aussi considérablement les possibilités d'exercice d'activité de conseil et d'audit. Par ailleurs, elle renforce les obligations et les responsabilités des chefs d'entreprises en matière de communication financière.

Sans que l'on puisse parler d'une régulation concertée en Europe sur les métiers de l'audit, les pouvoirs publics ont eu tendance dans chaque pays à resserrer le jeu des contraintes publiques pesant sur la production et la certification des informations produites par les émetteurs. En France, où la profession de commissaire au compte a suivi une trajectoire spécifique<sup>140</sup> avant de s'intégrer dans le modèle professionnel des grands cabinets d'audits multinationaux, un Haut Conseil du commissariat a été créé dans le cadre de la loi de Sécurité Financière adoptée en 2003.

## **2) Analystes financiers et analystes financiers crédit : la création de l'opinion sur les marchés financiers**

Les métiers de l'analyse et de la notation financière consistent à traiter les informations qui ont été produites et certifiées pour les transformer en opinions qui permettent d'orienter le choix des investisseurs. Ils ne sont pas cependant soumis exactement à la même structuration et aux mêmes logiques professionnelles même si chacune des activités prend naissance sur le sol des Etats-Unis.

Le dix-neuvième siècle aux Etats-Unis, est le règne des banques d'affaires aussi appelées banques d'investissement. Dirigés par la bourgeoisie WASP (White anglo-saxon protestant) de la côte Est ou par des immigrants juifs allemands s'implantant à New York au moment du développement du chemin de fer, leur activité principale est l'émission de titres et le courtage de ces mêmes titres pour une clientèle d'entreprises et de riches particuliers triés sur le volet. Les grandes maisons se nomment *JP Morgan*, *N.M Rothschild*, *Goldman Sachs*. Elles entretiennent des relations étroites avec les gouvernements. Parallèlement se

---

<sup>139</sup> Sauviat, C, 2003, op.cit.

<sup>140</sup> Ramirez, C, 2003, op.cit. Dans cet article, l'auteur analyse notamment comment un modèle français de l'excellence fondée sur l'individualité et la notabilité des élites du commissariat et de la comptabilité va être remplacé par le modèle des Big orienté sur la concentration en des structures collectives d'une quantité forte de capital économique, culturel, social et symbolique, transformation qui se fait de l'intérieur de la profession française avec l'aide de l'Etat et aboutit à l'institutionnalisation de la domination des grands cabinets d'audit multinationaux. L'auteur démontre comment l'adaptation d'un modèle professionnel né dans un contexte socio-culturel particulier ne se révèle possible que si les autochtones acceptent cette domination notamment pour des raisons de réalisme économique.

développent des grandes sociétés de courtage, les « brokers »<sup>141</sup> comme *Merrill Lynch* ou *Salomon Brother*, intermédiaires chargés de faciliter les transactions des titres sur les marchés. Dans les années cinquante<sup>142</sup>, ces mêmes maisons de courtage commencent à développer une recherche interne confiée à des analystes que l'on appelle « sell side » parce qu'ils sont chargés de faire vendre des titres auprès des investisseurs.

Le coût de cette analyse est financé à l'époque par le caractère fixe du seuil de commission payé par les clients investisseurs aux courtiers. Or en 1975, la SEC, l'agence fédérale, créée après la crise boursière de 1929 pour surveiller les acteurs des marchés financiers, décide dans une optique de dérégulation de mettre fin à l'usage des commissions fixes en vigueur dans l'activité de courtage. Cette décision a pour conséquence la mise en concurrence très forte des activités de courtage qui bénéficie essentiellement aux grandes maisons. Ces dernières rachètent les sociétés de recherche indépendantes avec la volonté croissante de chercher des voies de retour sur investissement pour l'analyse puisque la recherche n'est plus facturée comme telle aux investisseurs.

L'analyse financière<sup>143</sup> est donc principalement assumée à partir des années 1990 dans les métiers du courtage qui font partie de l'ensemble plus large des métiers de la Banque d'investissement. L'analyse financière pratiquée concerne principalement le marché des actions. L'activité de courtage (brokerage en anglais) dans la banque d'investissement est étroitement liée à la capacité de ces structures à fournir des opinions sur le marché à leurs clients investisseurs. Ces établissements ont donc des départements de recherche où des analystes financiers « sell side » produisent des analyses et des recommandations sur un certain nombre d'entreprises cotées et non cotées. Pour effectuer des prévisions sur le futur de l'entreprise, l'analyste est censé suivre l'évolution de ses comptes et rencontrer de manière régulière les dirigeants de l'entreprise. Les analystes se spécialisent ainsi souvent par secteurs d'activités économiques et, dans les grandes banques d'investissement, ils ne suivent parfois qu'entre cinq et dix entreprises cotées. Ils sont donc censés connaître mieux que les vendeurs

---

<sup>141</sup> Le terme « broker » désigne en général un intermédiaire dans une transaction, quelqu'un qui effectue cette transaction pour le compte d'un client. Par extension, une firme réalisant ce type de transaction est appelée une compagnie de *brokerage*. Son mode de rémunération correspond en effet à cette activité d'intermédiation, et les termes du contrat liant cette firme à ses clients concernent essentiellement celle-ci (on dit que le client « a un compte », à travers lequel peuvent passer les transactions effectuées par les traders). Mais le terme, de fait, signifie plus généralement aujourd'hui dans le milieu, toutes les activités réalisées par la société de courtage c'est-à-dire autant les activités des traders que celles des analystes et des vendeurs. (Source : Ortiz, H, 2004, *Comment se définit la valeur d'une action cotée ? Observations des interactions entre vendeurs sell side et gérants de fonds d'investissement dans le marché des actions*, papier présenté au séminaire SSFA, 5 mai 2004.

<sup>142</sup> Sauviat, C, 2003, op.cit.

<sup>143</sup> Nous empruntons les détails de la description du monde des courtiers en Bourse à Horacio Ortiz qui dans le cadre de sa thèse étudie cette branche d'activité.

et les gérants de produits financiers la situation des entreprises dont ils évaluent le prix des actions.

Cette information produite par les analystes est alors communiquée par des vendeurs que l'on appelle habituellement les « *vendeurs sell side* » aux investisseurs, c'est-à-dire dans la majorité des cas aux professionnels de la gestion d'actifs, soit des gérants de fonds. Une autre catégorie d'acteurs appelés « *traders* » ont pour fonction d'effectuer des achats et des ventes d'actions pour le compte de clients qui sont les institutions financières dans lesquelles exercent les gérants de fonds. Concrètement, les « *traders* » du gérant échangent un ordre d'achat ou de vente avec les « *traders* » du département ou de la société de brokerage. Une dernière catégorie d'acteurs désignée par le terme de « *middle office* » ou de « *back office* » échange des informations comptables sur chaque transaction avec le « *middle* » ou le « *back office* » de l'institution avec laquelle la transaction est conclue.

La particularité du modèle adopté par ces sociétés est que la recherche fournie par les analystes « *sell side* » n'est pas rémunérée de façon directe. Elle l'est de manière indirecte à travers le choix que fait l'investisseur de passer par tel ou tel « *trader* » pour passer ces ordres d'achat et de vente, ce service faisant lui l'objet du versement d'une commission. Ce type de société produit donc de l'information financière à travers l'activité de recherche d'analystes « *sell side* », qu'elle transmet à des clients via des vendeurs. Ces clients la payent en versant des commissions lors des ordres d'achat et de vente sur le marché des actions, opérations effectuées par les « *traders* ». L'information n'est donc jamais payée « directement » et son prix n'est pas fixé par un contrat.

Dans les années soixante aux Etats-Unis, des gestionnaires d'épargne collective commencent eux aussi à développer leur propre activité de recherche avec la création de la profession et de l'appellation d'analystes « *buy side* ». Ces derniers sont chargés d'établir des recommandations à usage exclusif des gestionnaires internes. Aujourd'hui aux Etats-Unis et en Europe, l'analyse financière est aussi assumée au sein des métiers de la gestion d'actifs, notamment dans certaines grandes sociétés de gestion qui constituent progressivement des équipes dédiées à la seule analyse financière.

Sur le marché européen, le nombre d'analystes financiers opérant sur le marché financier en 2002<sup>144</sup> est estimé à 3500 dont 3000 sont employés par les 250 courtiers, majoritairement d'origine américaine, implantés en Europe. Ils seraient seulement 500 à travailler pour le compte de sociétés de gestion d'actifs.

---

<sup>144</sup>Gauthier, P Y, 2002, La Crise Financière et ses suites, in *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, p117

Cette appartenance ici n'est pas neutre, car les modèles d'organisation ne sont pas les mêmes. Les équipes d'analyse financière sont souvent intégrées dans des banques d'investissement dont l'activité de recherche adossée à l'activité de courtage n'est qu'une facette à côté de l'activité d'émission de titres et celle de conseil en fusion acquisition qui entraînent la création de relations privilégiées entre les membres de ces puissantes banques d'investissement et les directions des grandes entreprises. La plupart des grandes institutions financières<sup>145</sup> productrices d'analyse sont ainsi impliquées dans les émissions d'actions, qu'il s'agisse des introductions en Bourse ou des émissions d'actions ultérieures. Elles sont impliquées dans l'élaboration légale de l'action et, surtout, dans la commercialisation des actions émises. Les introductions en Bourse s'accompagnent ainsi généralement d'un battage médiatique au sein de la profession et d'analyses produites par l'institution financière à travers laquelle se fait l'opération. Étant donné que cette institution percevra une commission d'autant plus importante que l'émission a du succès (c'est-à-dire que le nombre d'actions et leur prix sont élevés), les analyses qu'elles produisent à ce moment sont généralement suspectes de trop favoriser l'action émise. Plus généralement, les liens étroits entre ces institutions et un grand nombre d'entreprises cotées en bourse jettent un voile de suspicion sur leur activité d'analyse.

Mais c'est aussi l'analyse de ces grandes institutions comme *Morgan Stanley* et *JP Morgan* qui est la plus recherchée par les acteurs du marché. Cette demande serait due, du moins en partie, au fait que ces institutions sont censées pouvoir produire l'information de la meilleure qualité. Cette qualité, à son tour, se base en partie sur le fait que ces institutions disposent d'importants moyens financiers (ce qui leur permet par exemple, de payer un nombre important d'analystes de bonne qualité), mais aussi du fait de leur connaissance intime des entreprises cotées. Il y a donc une tension intrinsèque à la persistance de cette demande et la place spécifique de ces institutions.

Catherine Sauviat, en retraçant la trajectoire d'analystes vedettes de ces grandes banques d'investissement, revient sur cette tension et déconstruit les conditions de l'ajustement de l'opinion de ces analystes, censés être indépendants, aux desiderata des émetteurs qui sont clients de la même organisation pour d'autres services beaucoup plus lucratifs. En effet, dans les années quatre-vingt dix, les analystes « *sell side* » deviennent pour certaines de ces grandes institutions, des véritables outils marketing destinés à attirer les

---

<sup>145</sup> Ortiz, H, 2004, *Comment se définit la valeur d'une action cotée ? Observations des interactions entre vendeurs sell side et gérants de fonds d'investissement dans le marché des actions*, papier présenté au séminaire SSFA, 5 mai 2004.

entreprises sur les activités du conseil en investissement. Certains analystes « *sell side* » se transforment en véritables « VIP » qui font l'opinion, notamment à travers leur omniprésence dans certains médias spécialisés et deviennent les meilleurs VRP des organisations qui les emploient. Les revenus de ces analystes explosent. En 1980 aux Etats-Unis, les plus doués touchent 100.000 dollars par an, loin des traders et des banquiers d'affaires. En 2000, certains touchent entre 15 et 20 millions de dollars par an avec une médiane qui s'établit autour de 50.000 dollars, signe du creusement des écarts entre les différentes catégories d'analystes. De plus, une partie des revenus de l'analyste financier « *sell side* » travaillant dans une banque d'investissement est étroitement imbriquée avec le revenu total de la banque qui dépend lui des commissions provenant pour une part essentielle des activités de conseil<sup>146</sup>. Lors de la décennie quatre-vingt dix, les analystes « *sell side* » travaillant pour une banque d'investissement sont mieux rémunérés que leurs collègues travaillant dans des maisons qui ne font que du courtage ou de la recherche indépendante. Ce sont aussi eux qui, statistiquement, ont recommandé le plus de titres à l'achat par rapport à la vente. Dans cette période se met en place un véritable marché des transferts des analystes « *sell side* » qui vont s'arracher à prix d'or notamment dans le secteur de l'Internet et des télécommunications dans une période de forte hausse boursière. Certains comme Mary Meeker chez *Morgan Stanley*, Henri Blodget chez *Merill Lynch* ou Jack Grubman chez *Salomon Smith Barney* s'affranchissent alors de toutes règles professionnelles en modifiant les cadres classiques de l'évaluation financière. Ils se laissent emporter par une logique du jeu fondée sur des croyances et les rumeurs et semblent se laisser griser par leur proximité soudaine avec le monde des entreprises et des banquiers d'investissement. Ils en viennent à conseiller l'achat d'une valeur non pas en raison de ses qualités intrinsèques mais enfin de développer du volume d'activité pour leur organisation et cela en toute impunité car leur responsabilité fiduciaire n'est pas vraiment reconnue sur ce type d'agissement puisque l'on ne se trouve pas dans le domaine du conseil. Ils vont cependant parfois trop loin et des procédures judiciaires aux Etats-Unis sont entamées à la suite des plaintes de certains investisseurs. Ces grandes banques d'investissement ont depuis repris à leur compte l'antienne de la séparation des activités (Muraille de Chine) mais avec des modèles économiques inchangés puisque encore aujourd'hui, l'activité d'analyse est financée par les autres métiers de la banque d'investissement.

---

<sup>146</sup> Pour des plus amples développements sur les modes de rémunérations dans la Finance voir : Godechot, O., 2004, *L'appropriation du profit, politiques des bonus dans l'industrie financière*, Thèse de doctorat en Sociologie, sous la direction de Michel Lallement, CNAM.

Les analystes financiers dit « buy side » dans les sociétés de gestion paraissent connaître une situation plus confortable puisqu'ils sont au service direct de l'investisseur dans une activité d'analyse qui se concentre sur la recherche du meilleur rendement en fonction du risque pris. Cependant comme nous le verrons plus tard c'est l'articulation entre leur profession et leur statut par rapport à ceux des analystes « sell side » et des gérants qui complexifie les choses. Par ailleurs, un nombre important de ces équipes d'analystes financiers « buy side » créées dans les sociétés de gestion font, elles aussi, partie d'entités groupes plus large où le conflit d'intérêt peut aussi jouer.

### **3) Les métiers de la notation financière : Des structures indépendantes des grands métiers de la Finance fonctionnant sur un marché oligopolistique**

Le métier de la notation financière, déléguée aujourd'hui à des analystes crédits, possède une place particulière dans la chaîne du traitement de l'information financière. Le principe est de fournir aux investisseurs, désirant de se porter acquéreurs d'obligations, une mesure synthétique et connue de tous les risques de défaillance du débiteur. L'intérêt de ramener ce risque à une échelle simple est de permettre aux acteurs du marché d'avoir rapidement une opinion en faisant l'économie d'analyse plus longue et coûteuse.

Cette activité démarre au début du siècle dernier. John Moody<sup>147</sup> lance en 1909 une société d'information financière et est le premier à avoir l'idée de publier un système de note comprenant neuf échelons dont la meilleure est AAA. Il est suivi en 1913 par un certain John Fitch qui publie sa propre échelle de notation dans le *Fitch Bond Book*. Au départ ces agences de notation fonctionnaient comme des journaux auxquels s'abonnaient les investisseurs qui finançaient alors l'activité. Aujourd'hui les trois agences qui dominent le marché (*Moody's*, *Standard and Poors* et *Fitch*) ne sont plus financées par les investisseurs mais par les émetteurs.

Les émetteurs qui souhaitent s'endetter sur le marché des capitaux doivent aujourd'hui nécessairement solliciter une notation avant de se présenter aux investisseurs. Il est donc impossible d'accéder aux marchés de la dette sans passer par ces agences dont l'opinion constitue un véritable visa pour avoir un accès optimal aux marchés des capitaux. Cette obligation, résultat de l'impact de la note sur la réputation des émetteurs représente pour *Moody's*, *Standard and Poors* et *Fitch* une sorte de rente assurant leur rentabilité qui est aussi en partie assurée par la spécificité de la réglementation à laquelle elles sont soumises.

---

<sup>147</sup> Gerst, C, Groven, D, 2004, *To be or not to be, les agences de notation en question*, Edition Village Mondial.



Les régulateurs de la sphère financière, à commencer par la SEC elle-même, ont joué un rôle fondamental dans l'évolution du rôle des agences de notation financière et l'importance qui aujourd'hui leur est conférée. Simples fournisseurs d'opinions financières rémunérés par les abonnés jusque dans les années 1970, les trois agences qui dominent le marché aujourd'hui, ont été gratifiées en 1975 d'un statut particulier le statut d'organisation de notation statistique dont l'utilité publique est reconnue par les pouvoirs nationaux<sup>148</sup>. Cette attribution découle du constat pragmatique fait par le régulateur américain qu'il sous-traite une partie fondamentale de sa propre responsabilité à ces agences de notation. Responsable de la sécurité des marchés financiers, la SEC est chargée de contrôler l'activité des banques, des brokers, des compagnies d'assurance, des fonds de placements, des fonds. Pour ce faire, elle utilise de plus en plus les notes fournies par les agences sur la notation des titres dans lesquelles investissent les entités qu'elle est censée contrôler. Au lieu de nier cette délégation de la bonne tenue et de la sécurité des marchés financiers à des entités spécifiques, la SEC préfère leur accorder un statut spécial « d'experts en notation ».

Alors que cette décision est accueillie sans encombre aux Etats-Unis, car ces agences de notation bénéficient d'une légitimité forte construite depuis le début du vingtième siècle, leur intronisation en 1988 en France par le régulateur français est rejetée très violemment par les intervenants des marchés financiers qui ne leur reconnaissent, eux, aucune légitimité. Les agences se sont cependant aussi imposées même si certains acteurs de l'Europe continentale contestent souvent la pertinence des opinions de ces agences notamment quand elles leurs sont préjudiciables.

Qu'on invoque le caractère oligopolistique de l'activité ou les spécificités de la relation qui lie ces trois agences aux régulateurs, il semble que l'entrée de nouveaux acteurs majeurs dans le marché ne soit pas d'actualité. Les trois acteurs cités représentent ainsi la quasi-totalité du marché mondial et exercent par conséquent une influence importante sur le jugement des acteurs du marché des capitaux.

La profession d'analyste crédit est aussi exercée en « buy side » dans les sociétés de gestion d'actifs qui travaillent sur la gestion obligataire. C'est un métier distinct de celui de l'analyste financier qui travaille habituellement sur le marché des actions.

Qu'il s'agisse de l'analyse financière dominée par les grandes banques d'investissement américaines ou de la notation crédit sous la coupe de trois grandes agences

---

<sup>148</sup> NSRO : Nationally Recognized Statistical Rating Organization

de notation crédit, de nombreuses interrogations se posent aujourd'hui aux régulateurs financiers. Aux Etats-Unis, la loi *Sarbanes Oxley* de 2002, consacre un chapitre entier à ces volets et charge la SEC de nouvelles responsabilités face aux agences de notation et aux maisons d'analyse. En Europe, le rôle actuel et futur des agences de notation est l'objet de travaux récurrents de la Commission et du Parlement.

Après avoir brossé un portrait rapide des grands axes de l'industrie de la Finance et fait une brève incursion autour des métiers du traitement de l'information financière assumés en partie par des acteurs ne faisant pas partie stricto sensu des métiers de la Finance telle que nous avons pu les définir au départ, nous aimerions revenir un peu plus longuement sur les métiers de la gestion d'actifs. En effet, il est utile de décrire avec précision ces métiers et le contexte plus général dans lequel ils s'insèrent car le mouvement de l'investissement socialement responsable et par conséquent la construction sociale d'une offre de produits financiers dit socialement responsables a pris naissance et se déploie principalement dans ce champ de la gestion d'actifs.

### **III) Le champ de la gestion d'actifs : expansion et structuration**

#### **1) La place des investisseurs institutionnels<sup>149</sup> au sein de la gestion d'actifs contemporaine**

Les métiers de la gestion qui consistent à acheter et vendre des actifs financiers et à gérer des portefeuilles se sont aussi fortement transformés à partir du milieu des années quatre vingt. Pour certains auteurs<sup>150</sup>, cette professionnalisation a eu lieu notamment sous l'impulsion d'un groupe d'acteurs dont la position s'est fortement renforcée sur le marché des capitaux : les investisseurs institutionnels. Même si, comme nous avons pu le constater dans le chapitre I, les contours de la définition du terme « investisseurs institutionnels » n'est pas forcément aussi fixe que cela, les ouvrages consacrés à la Finance que nous avons pu consulter s'accordent généralement sur l'idée que ces investisseurs institutionnels regroupent principalement trois ensembles d'acteurs : les compagnies d'assurance, les fonds de pension et les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif (OPCVM en Europe et mutuals

---

<sup>149</sup> Bourdieu, J, Heilbron, J, Reynaud, B, op.cit. Les auteurs remarquent qu'aujourd'hui peu de travaux sociologiques portent sur cette catégorie d'acteurs dont on ne connaît pas grand-chose sur le recrutement social, les relations de travail ou encore les modalités de fonctionnement pratique. Dans cette partie, nous prenons appui essentiellement sur des travaux produits par des économistes pour décrire cette catégorie d'acteurs. Plus tard, par le prisme particulier de l'ISR, nous pourrions donner des précisions sur ces derniers.

<sup>150</sup> De Pertuis, C, Petit, J-P, op.cit. p85

funds aux Etats-Unis) et de mandats institutionnels. Ces investisseurs institutionnels ont pour point commun de gérer des portefeuilles de grande taille pour de multiples porteurs de parts.

Les investisseurs institutionnels contrôlent aujourd'hui une proportion élevée et croissante des actifs financiers. Elle est particulièrement élevée dans les pays de tradition anglo-saxonne notamment en raison du poids de la capitalisation dans les régimes de retraite<sup>151</sup>. En 2002, 50% du patrimoine financier des ménages américains et 57% de celui des ménages britanniques étaient placés auprès d'investisseurs institutionnels contre 41% et 49% onze ans auparavant. Elle est plus réduite dans les pays d'Europe Continentale mais elle y progresse plus rapidement<sup>152</sup>. Les ménages ont massivement substitué des parts d'OPCVM ou des placements d'assurance-vie aux livrets bancaires dans les années 1990.

Sous le double effet de la progression des encours d'actifs financiers et de leurs gains de parts de marché, la taille des investisseurs institutionnels a fortement progressé. Pour autant, on ne retrouve pas le caractère oligopolistique rencontré chez d'autres acteurs professionnels de l'industrie de la Finance. Aux Etats-Unis, où le marché est considéré comme le plus mature, le plus grand fond de pension américain qui gère les retraites des agents de la fonction publique de Californie, CALPERS, tout en disposant d'un encours supérieur à 150 milliards de dollars fin 2003 ne représentent que 2% du marché de la gestion d'actifs aux Etats-Unis<sup>153</sup>.

Les investisseurs institutionnels qui ont généralement des obligations long terme, présentent une aversion particulière au risque. Ils pratiquent donc dans leur grande majorité en conformité avec les théories financières héritées de Markowitz<sup>154</sup> des stratégies de diversification conduisant à disséminer leurs portefeuilles financiers sur un grand nombre de valeurs. Dans le monde anglo-saxon en particulier, les grands investisseurs institutionnels refusent de constituer des participations stratégiques dans lesquelles le contrôle d'une part significative du capital peut conduire à une plus grande proximité entre l'actionnaire et le management des firmes, susceptible de générer des conflits d'intérêt. La situation est plus contrastée en Europe où malgré les processus à l'œuvre de diversification de leurs portefeuilles, de grands investisseurs institutionnels comme Allianz en Allemagne ou la

---

<sup>151</sup> Sauviat, C, 2003, p 28 : Aux Etats-Unis, la loi Erisa (Employee retirement Income Security Act) portant sur la protection des droits à la retraite des travailleurs américains entraîne la propulsion de l'épargne institutionnelle. Elle provient généralement de dispositifs de retraites par capitalisation collectifs ou individuels gérés soit par des fonds de pension, soit par des gestionnaires d'actifs spécialisés (compagnie d'assurance, trust bancaires, gestionnaires de fonds indépendants, mutuals funds). Les investisseurs institutionnels deviennent alors la clientèle phare des réseaux bancaires.

<sup>152</sup> Ibidem p 86

<sup>153</sup> De Pertuis, C, Petit, J-P, op.cit. p85

<sup>154</sup> Markowitz, H, 1959, *Portfolios Selection: Efficient Diversification of Investment*, John Wiley and Sons.

Caisse des Dépôts en France détiennent des participations stratégiques dans certaines entreprises.

C'est ainsi moins<sup>155</sup>, pour certains observateurs, le poids individuel de chaque investisseur institutionnel que le poids collectif de ce groupe d'acteurs, représentant aujourd'hui une part considérable de l'actionnariat des entreprises, qui se révèle décisif. Aux Etats-Unis, ces acteurs contrôlaient 21% du capital des firmes cotées en 1980 mais 48% en 2002<sup>156</sup>. Ces proportions se retrouvent dans les plus grandes entreprises européennes avec généralement une caractéristique supplémentaire : le poids élevé d'institutionnels non résidents. En France, par exemple, un peu plus de 40% du capital des entreprises du CAC 40, l'indice qui regroupe les plus grandes capitalisations françaises, est détenu par des investisseurs étrangers dont 25% de britanniques et américains. Ces nouveaux actionnaires institutionnels se sont développés au détriment des participations croisées et des actionnaires individuels dont le poids relatif a diminué. Pour certains chercheurs en économie, ces mutations sont interprétées comme un véritable changement de paradigme du régime capitaliste, d'un capitalisme industriel vers un capitalisme patrimonial.

De nombreuses recherches en économie se consacrent à la description des nouveaux rapports entre actionnaires et dirigeants des entreprises<sup>157</sup>. Le constat de l'entrée de ces nouveaux actionnaires institutionnels sur le marché des capitaux est concomitant à celui de la montée en puissance de la logique de financiarisation. Celle-ci serait à l'origine d'un changement du rapport de force social au profit d'une forme particulière de capital : le capital financier. Le modèle rhénan adopté par l'Allemagne et le Japon, organisé autour des banques qui interviennent sur l'ensemble des activités financières et notamment sur l'endettement des entreprises est chahuté par le modèle anglo-saxon. Le principe de ce modèle est de recourir massivement au marché pour le financement de l'endettement. Le capital des entreprises ne se trouve plus alors aux mains des banques mais des investisseurs institutionnels. Très prégnant aux Etats-Unis et en Angleterre, ce modèle commence à s'implanter au début des années 1980 en Allemagne, en France et au Japon par le biais de l'entrée des investisseurs institutionnels résidents et étrangers<sup>158</sup>. Beaucoup d'encre a alors coulé et coule encore sur le règne de la désintermédiation marchande et sur celui des actionnaires avides au gain, maîtres d'œuvre d'une véritable dictature des marchés.

---

<sup>155</sup> De Pertuis, C, Petit, J-P, op.cit, p87

<sup>156</sup> Ibidem p88

<sup>157</sup> Aglietta, M, Rebérioux, A, 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.

<sup>158</sup> Bourdieu, J, Heilbron, J, Reynaud, B, op.cit

Comme le souligne Guillaume Duval<sup>159</sup>, il faut rester prudent sur cette diabolisation à outrance des marchés et des actionnaires dont le fonds de pension représente dans certains imaginaires français l'archétype du mal absolu. L'auteur rappelle ici, avec d'autres<sup>160</sup>, que ce sont bien les gouvernements qui, au début des années 1980, souhaitent et organisent la réactivation des marchés financiers, jusque là plongés dans une semi léthargie consécutive au krach boursier de 1929 qui avait tristement mis fin à leur première heure de gloire entre les deux guerres mondiales. Il s'agit alors pour les gouvernements de financer leurs déficits publics dans de meilleures conditions que lorsqu'ils étaient obligés de recourir uniquement à l'épargne locale et au système bancaire traditionnel. Le recours aux marchés financiers permet ainsi aux Etats d'espérer un accès à des conditions plus favorables, grâce notamment à la mise en concurrence des offreurs de capitaux. Cette activité est donc, malgré la tendance de nombreux dirigeants politiques à fustiger les marchés et le règne des actionnaires, la raison principale de leur développement dans les années 1980.

Les entreprises ne sont pas en reste dans cette évolution. Leurs dirigeants, qui sont aussi souvent prompts à se plaindre des marchés financiers, utilisent leur montée en puissance dans les années 1980 pour desserrer les liens qui les attachent aux grandes banques. Ils se tournent massivement vers eux tant pour le financement en capital, via les émissions d'actions, que pour le crédit, via les émissions d'obligations. Le développement des marchés financiers concourt plutôt alors à l'accroissement de leur marge de manœuvre à l'égard des financiers par rapport à la période antérieure. Le marché des actions leur permet notamment de financer des innovations technologiques et des stratégies d'expansion rapide qu'un banquier, à la recherche de la sécurité maximale pour les crédits qu'il accorde, n'aurait pas accepté.

Les acteurs des marchés financiers trouvent aussi leur compte dans cette évolution. Ils ne disparaissent pas comme pourrait le faire penser le terme, en fait, un peu trompeur de désintermédiation financière. En effet, il n'y a pas disparition des intermédiaires mais plutôt une montée en puissance de nouveaux intermédiaires par le développement d'un nouveau modèle économique dans les métiers de la banque commerciale. Au lieu de se contenter de recevoir les dépôts des ménages et d'organiser le crédit, ils leur proposent de plus en plus souvent de prendre des parts d'OPCVM (Organisme de placement collectif en valeur mobilière). Sur l'activité de dépôt et de crédit, la banque se rémunère grâce à la différence entre le taux d'intérêt auquel elle prête et celui (jusque là nul) auquel elle rémunère les dépôts

---

<sup>159</sup> Duval, G, 2003, « L'immaturation des marchés financiers » in *Le Libéralisme n'a pas d'avenir, Big business, marchés et démocraties*, Editions la découverte, Paris.

<sup>160</sup> Boubel, A, Pansard, F, 2004, *Les investisseurs institutionnels*, Coll. Repères, Editions la Découverte, Paris, p 81.

qui lui sont confiés. L'institution financière qui gère un OPCVM, elle, se rémunère par des commissions sur les opérations de vente et d'achat réalisées par les ménages et en prélevant un pourcentage sur les montants déposés pour couvrir les frais de gestion.

Or en terme de risque, la deuxième activité est beaucoup plus avantageuse pour les acteurs financiers. Dans la première activité, même si le débiteur ne rembourse pas sa dette, la banque n'en reste pas moins redevable de l'argent déposé. Dans la deuxième activité, le risque lié à l'engagement financier n'est plus supporté par la banque mais par le ménage qui détient les parts de l'OPCVM. De plus, les commissions constituent une source de revenus beaucoup plus stables car elles ne dépendent pas de l'évolution des taux d'intérêts. Par ailleurs, cette montée en puissance des marchés permet aux activités très lucratives de conseil aux entreprises (introduction en Bourse, conseil en fusion acquisition) de faire les plus beaux jours de la Banque d'investissement.

Le développement des marchés financiers intéresse donc certes les actionnaires mais aussi les états, les entreprises et les institutions financières. Les investisseurs institutionnels, responsables de la gestion des encours de ménages<sup>161</sup>, qui placent une part croissante de leur épargne sur les marchés financiers, notamment pour assurer leur retraite mais aussi en raison de puissants effets d'offre (fiscalité, innovation financière), sont donc loin d'être les seuls bénéficiaires et les seuls maîtres à bord dans cette montée en puissance.

Cependant, leur entrée sur les marchés des capitaux amène progressivement ces investisseurs institutionnels qui sont les détenteurs finaux du capital à formuler une série d'exigences vis-à-vis des entreprises et de leur direction. Conscients de l'asymétrie d'informations jouant en faveur des entreprises, ils ont généralisé une culture de la comparaison des performances des entreprises par l'obtention d'informations toujours plus nombreuses et standardisées d'une entreprise à une autre. Ce transfert d'information passe par l'exercice du « *reporting* », l'anglicisme étant utilisé tel quel en France, qui aujourd'hui doit être fourni au minimum tous les trimestres par les services de relations aux investisseurs. Ces exigences sont souvent vécues comme des contraintes par les entreprises qui y voient parfois une forme de dictature. Parallèlement ces investisseurs institutionnels, notamment outre-Atlantique et avec une vigueur renouvelée depuis la déroute boursière des années 2000, ont

---

<sup>161</sup> Boubel, A, Pansard, F, 2004, op cit, p110 : Les investisseurs institutionnels sont responsables mais il s'agit d'une responsabilité plus ou moins limitée car dans de nombreux cas les produits financiers sont juridiquement structurés pour faire porter le poids du risque financier final aux ménages. Le patrimoine des ménages sans que ces derniers en soient forcément conscients (voire les cruelles déconvenues de certains d'entre eux avec l'éclatement de la bulle spéculative en 2000) répercutent de manière plus marquée les fluctuations boursières.

contribué à l'observation de nouvelles règles de gouvernance auxquelles doivent se conformer les entreprises. Nous reviendrons cependant plus tard sur ce volet car il concerne très directement le mouvement de l'investissement socialement responsable.

Ces investisseurs institutionnels auxquels les ménages confient leur argent, confient à leur tour, et cette tendance irait en s'accroissant<sup>162</sup>, leurs actifs à des intermédiaires financiers, les gestionnaires pour compte de tiers. Ils vont parfois jusqu'à déléguer la totalité de cette gestion pour se transformer en pur donneur d'ordres. Le Fond de Réserve pour les Retraites<sup>163</sup>, en est un bon exemple. La fonction de l'équipe interne du fonds est de définir une allocation stratégique du portefeuille puis d'organiser les appels d'offre et le suivi de la performance des gestionnaires sélectionnés. Le premier appel d'offre du FRR, lancé en 2003-2004 a porté sur la somme conséquente de 16 milliards d'euros répartis sur 12 classes d'actifs et 27 mandats de gestion dont l'influence ne peut être que conséquente sur les sociétés de gestion d'actifs, notamment les sociétés de gestion française.

Nous aimerions maintenant revenir plus précisément sur ces professionnels de la gestion qui se livrent aujourd'hui une très forte compétition pour gagner les appels d'offre de plus en plus structurés et standardisés des investisseurs institutionnels. Nous nous attacherons ici à décrire plus particulièrement la situation française car c'est elle qui nous sera plus particulièrement utile pour comprendre la genèse du mouvement de l'investissement socialement responsable en France.

## **2) La gestion d'actifs en France : les mutations d'un métier<sup>164</sup>**

La gestion d'actifs consiste en un investissement de fonds pour le compte d'un ou de plusieurs clients. Il s'agit d'une prestation de service. Le gestionnaire offre à son client son expertise dans l'art de l'investissement, c'est-à-dire met des moyens à son service mais sans garantie de résultats. C'est donc un service financier fondé sur la confiance dans la capacité du gérant à réaliser des gains sur le marché financier. Son fonctionnement repose sur la

---

<sup>162</sup> De Perthuis, C ; Petit J-P, op.cit.p90

<sup>163</sup> Le FRR a été mis en place en 2002 en France pour assurer un transfert générationnel de nature à lisser l'impact du vieillissement de la population sur l'équilibre de l'assurance vieillesse.

<sup>164</sup> Les éléments de cette partie sont tirés essentiellement des travaux de Thibaut Kleiner sur l'apparition en France de la gestion d'actifs comme un nouveau métier entre les années 1980 et les années 1990 et s'appuie sur deux textes : Kleiner, T, 2003, « La consécration des gestionnaires d'actifs sur la Place de Paris », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, p42-50. Kleiner, T, 2001, *Organisational Adaptation in an integrative Europe: the case of the french asset management industry*, thèse de PHD, London School of Economics and Political Science. Thibaut Kleiner a réalisé plus de 70 entretiens avec les acteurs concernés.

confiance que le client met dans les compétences professionnelles mais aussi sur la réglementation qui limite l'accès du marché à des entreprises agréés.

Ce service fonctionne sur la notion juridique du mandat. Il existe deux grands modes de gestion. La gestion par mandat individuel consiste à gérer les fonds d'un seul client à la fois, ces fonds étant placés sur un compte en banque individuel. Quant à la gestion collective, il s'agit pour le gérant de s'occuper d'un fonds où ont investi plusieurs investisseurs.

Aux Etats-Unis, dès 1920, des gestionnaires spécialisés apparaissent dans la gestion collective d'actifs. Ils proposent des « *mutual funds* » à une clientèle de particuliers relativement aisée<sup>165</sup>. Les banques d'affaires réalisent aussi ce type de prestation de gestion d'actifs pour des clientèles très fortunées. Dans les années soixante, une autre catégorie d'acteurs dont nous avons longuement parlé plus haut, les sociétés de courtage, se positionnent, elles aussi sur la gestion d'actifs pour concurrencer les banques d'affaires traditionnelles et les « *mutual funds* ». Les gestionnaires d'épargne collective comme les « *mutual funds* » prennent cependant de l'importance notamment grâce à la montée de l'épargne institutionnelle. La crise financière du début des années soixante-dix aux Etats-Unis conduit les différents acteurs professionnels impliqués dans la gestion collective à développer une série de pratiques financières inspirées des théories financières des années cinquante qui s'articulent autour de la notion de diversification des portefeuilles. Ils commencent alors à importer leur modèle dans les pays anglo-saxons, en particulier sur la place financière de Londres.

Le modèle anglo-saxon repose sur des principes d'organisation précis. La gestion d'actifs doit être un service indépendant à part entière de la banque et de l'assurance. Cette option de structuration découle directement de la spécificité de la construction sociale de la Finance aux Etats-Unis où le Glass Steagall Act, jusqu'en 1999, entérine la séparation de la banque de crédit et de la banque d'investissement. Cette séparation des autres services financiers est présentée, par les tenants de ce modèle, comme la garantie d'une autonomie pour chercher des clients et pour déterminer sa politique d'investissement et son organisation. Ce service indépendant est donc doté de ses propres instances professionnelles. Celles-ci mettent en place des codes déontologiques et des règles techniques concernant la mesure de la performance qui reste le but ultime de la gestion d'actifs. Selon le modèle anglo-saxon, la gestion d'actifs se révèle possible grâce à une division du travail entre une série de

---

<sup>165</sup> Sauviat, C, 2003, op.cit.



professionnels : économistes, analystes financiers, gérants, marketing, vendeurs. Les pratiques concurrentielles des marchés sont mis en avant par le modèle anglo-saxon et y jouent un rôle très fort : les classements, les notations, les cabinets de consultants<sup>166</sup> font partie de la panoplie usuelle de l'investisseur institutionnel pour sélectionner le gestionnaire le plus adapté.

Jusqu'au milieu des années quatre vingt dix, la situation en France dans le champ de la gestion d'actifs est très différente. Bien que la France occupe, déjà à cette époque, un poids non négligeable sur le volume des actifs gérés mondialement en gestion collective<sup>167</sup> grâce aux encours importants de ses OPCVM<sup>168</sup>, il ne s'agit pas d'une profession définie. Il existe des experts désignés par le terme de « gérants de portefeuille » qui sont considérés comme des techniciens de luxe mais dont l'expertise n'est pas identifiée comme correspondant à un métier à part entière.

Ce manque de lisibilité s'illustre particulièrement par le fait que ces gérants de portefeuilles exercent chez des opérateurs divers. On en trouve d'abord chez les opérateurs historiques de la gestion d'actifs en France que sont les banques d'affaire et les courtiers en Bourse. Ils sont dans les années 1990 les plus nombreux (150) mais aussi les plus petits. Ils font essentiellement de la gestion de fortune pour les entreprises et des riches particuliers.

La deuxième catégorie d'opérateurs chez laquelle travaillent ces gérants est celle des assureurs. Ces derniers ont acquis une expertise historique dans la gestion de leurs propres actifs, considérables du fait des réserves mathématiques versées en contrepartie du remboursement potentiel des sinistres. Ils offrent à cette époque un service de gestion d'actifs à travers leur offre de produits d'assurance vie. Ils mettent à profit leurs larges réseaux de distribution et leur forte présence auprès des investisseurs institutionnels pour déployer leur activité. Dans cette catégorie il est aussi possible de ranger un cas particulier, celui de la Caisse des Dépôts et Consignations qui gère à l'époque les actifs des Caisses d'Epargne, de la Caisse Nationale de prévoyance ainsi que des portefeuilles d'argent public.

---

<sup>166</sup> Tous ces outils peuvent être interprétés comme des dispositifs de jugements permettant la rencontre entre une offre et une demande. Voir le chapitre V.

<sup>167</sup> Dans les années 1980, le placement en gestion collective sous forme OPCVM a connu un fort succès auprès des épargnants particuliers français ce qui place la France au deuxième rang de la gestion collective et au quatrième rang mondial de la gestion d'actif.

<sup>168</sup> Organismes de placement de capitaux en valeurs mobilières : Les Sicav et les FCP font partie de ces véhicules financiers.

Les derniers grands opérateurs sont les banques de réseaux, c'est-à-dire les banques commerciales<sup>169</sup>. Elles sont, en France, les véritables leaders de la gestion collective car elles peuvent exploiter leurs réseaux d'agences qui leur permettent de vendre de nombreux services à une clientèle de particuliers. Elles développent dans le même temps des compétences pour servir les entreprises et les investisseurs institutionnels. La gestion d'actifs en France au milieu des années 1990 constitue dès lors une juridiction contestée que se disputent ces trois types d'opérateurs financiers professionnels. Chacun tente de s'approprier un champ de pratiques en y établissant sa structure cognitive et sociale où seuls les professionnels ont la légitimité ou l'autorisation légale d'exercer ces pratiques<sup>170</sup>.

Le modèle de la gestion d'actifs en France, avant 1995, ne bénéficie pas par ailleurs d'une grande visibilité professionnelle. Il existe ainsi deux associations professionnelles à l'activité très effacée comparativement à celle des puissantes associations professionnelles des banques (AFBA), des assureurs (FFSA) ou des opérateurs de Bourse (syndicats des agents de change). En 1961, est créée l'association des sociétés financières et des fonds d'investissement (ASFII) en anticipation à la création des véhicules financiers que sont les Sociétés d'investissement à capital variable<sup>171</sup> (SICAV) (1963) et les Fonds communs de placement (1967). En 1988, c'est l'association française des sociétés de gestion de portefeuilles qui est fondée pour accompagner une nouvelle innovation législative : la création des sociétés de gestion de portefeuilles<sup>172</sup>.

L'organisation concrète des départements de gestion au sein de ces opérateurs diversifiés n'est pas non plus très propice à la structuration de la gestion d'actifs en métier distinct. Les départements de gestion sont souvent petits, ils regroupent essentiellement des gérants de portefeuille et des administratifs. La relation commerciale avec les investisseurs n'est pas assurée par le département de la gestion mais est déléguée aux réseaux. Les gérants de portefeuilles ont la responsabilité individuelle de plusieurs portefeuilles mais ne sont guère contrôlés par leur hiérarchie. Dans le champ, ils sont souvent désignés comme les « Mozarts »

---

<sup>169</sup> Il s'agit donc là d'une différence assez forte avec le modèle anglo-saxon

<sup>170</sup> Thibaut Kleiner se réfère ici aux travaux d'Abbot. Abbot, Andrew, 1988, *The system of profession*, Chicago University Press, Chicago. Pour Abbot, l'activité constitutive d'une profession consiste à codifier et articuler de manière abstraite des pratiques et des compétences concrètes car c'est le moyen pour que les revendications sur une juridiction reçoivent reconnaissance et légitimité. D'où la nécessité de prendre en compte les rivalités entre différents groupes pour prendre le contrôle d'un champ professionnel et les stratégies professionnelles poursuivies par ces groupes afin de retirer reconnaissance et légitimation auprès des clients et de l'Etat.

<sup>171</sup> SICAV et FCP

<sup>172</sup> La loi de 88 abolit le statut de remisiers gérants pour les remplacer par celui de sociétés de gestion. Au départ, ce statut de sociétés de gestion est une coquille juridique car elle donne la possibilité de déléguer la gestion effective des fonds à un autre organisme, leur promoteur, c'est-à-dire une banque, une compagnie d'assurance ou une société de Bourse.

ou encore « les divas » de la Finance du fait de leur fort individualisme et de leur prétention en matière d'expertise financière. Les gérants de portefeuilles ont, dans leur grande majorité, une origine sociale privilégiée. Dotés d'un fort capital social, ils bénéficient d'un carnet d'adresses fourni et fonctionnent essentiellement sur leur réseau interpersonnel. La concurrence n'est pas féroce car chaque gérant possède sa clientèle, une clientèle peu expérimentée car largement composée de particuliers. Cette position est donc plutôt très confortable pour les gérants de portefeuilles car malgré leurs statuts d'employés de banques, ils bénéficient d'un travail intéressant, au statut prestigieux et peu contrôlé par la hiérarchie.

Les pouvoirs publics ne semblent rien avoir à redire à cette situation. Seuls les patrons de ces départements de gestion d'actifs se retrouvent en position de dominés. Ils ont à la fois peu d'autorité sur leurs gérants de portefeuilles et peu de reconnaissance des grands patrons des grandes structures auxquelles ils appartiennent. La gestion, pour ces derniers, s'apparente à une vache à lait qui n'a pas de grands besoins et n'est pas très stratégique vu que son marché principal, le marché des particuliers est un marché captif.

Cependant dès la fin des années 1980, certains changements mettent cet univers sous pression. En premier lieu, un changement progressif du profil des clients se dessine. Les investisseurs institutionnels et les entreprises prennent une place croissante dans la demande pour des services de gestion de portefeuille. Ils dépassent rapidement en importance la clientèle des particuliers, jusque là cibles privilégiées des produits de masse comme les SICAV et les FCP. Or il s'agit d'une clientèle plus sophistiquée avec des exigences en terme de suivi et de services que peut difficilement fournir un département de gestion jusque là considéré comme un simple fournisseur de prestations techniques.

La clientèle des fonds de pension anglais et américains commence à arriver en France avec des exigences de mandats clairs et de « benchmark » leur permettant de suivre la performance des gérants exportant ainsi les caractéristiques du modèle anglo-saxon de gestion d'actifs. Les départements de gestion d'actifs ont du mal à suivre d'autant plus qu'une conjoncture bancaire morose s'installe de la fin des années 1980 au début des années 1990 qui limite les possibilités d'embauche et de développement. Ils ont alors recours à des consultants américains qui s'installent progressivement et introduisent les méthodes américaines de suivi des performances, d'analyse des résultats et de contrôle. Dans un même temps, certains pionniers français vont commencer à s'immerger dans la culture de la gestion d'actifs anglo-saxonne. Ils reviennent en France avec l'idée de transformer les structures

françaises dans le but notamment d'adopter la division par ligne de métier propre au modèle anglo-saxon.

La fin des années quatre-vingt est aussi le moment où les leaders de la gestion d'actifs américaine et anglaise tentent de s'installer sur le marché français. La pénétration s'avère difficile en raison du caractère exclusif et fermé des réseaux de distribution tenus jalousement par les grands réseaux bancaires et d'assurance. Mais petit à petit, ces nouveaux acteurs arrivent à développer des réseaux de distribution alternatifs via des conseillers financiers et des partenariats. Ils commencent à développer un marketing différencié qui vend aux clientèles françaises la plus grande transparence de leurs pratiques, leur capacité à réaliser des bonnes performances comparables à des « benchmark », leur professionnalisme reposant sur des méthodes quasi scientifiques. Le modèle français qui dépend directement de la réputation du gérant de portefeuille se retrouve alors en porte à faux face à cette stratégie marketing consistant à vanter les mérites de l'organisation scientifique du travail. Cette situation est renforcée par le fait que les gérants français sont peu au fait des innovations techniques qui se sont déroulées sur les marchés financiers en terme d'informatique, de nouveaux produits mais aussi d'application de théories financières élaborées aux Etats-Unis depuis les années 1960. Les gérants français ont tendance à passer pour des amateurs à la crédibilité technique faible face à des anglo-saxons qui arrivent à légitimer fortement leur modèle.

Au milieu des années 1990, certains directeurs des départements de gestion d'actifs en France vont commencer à tirer la sonnette d'alarme et proposent comme solution d'adopter le modèle anglo-saxon dominant présenté comme le seul compétitif. Or pour cela il est nécessaire pour ce groupe de passer par la reconnaissance de la gestion comme activité à part entière. Un club des gérants<sup>173</sup> se crée dont le but est de sensibiliser les pouvoirs publics, les journalistes et les milieux académiques de la nécessité d'un changement comme le démontre la citation d'un des membres de ce club recueillie par Thibaut Kleiner lors de son enquête :

« Nous avons fait du brainstorming avec d'autres personnes. Nous avons compris que le marché devait évoluer. Les anglais vendent la crédibilité de Londres, les américains, celle des Etats-Unis. Les gens ont une certaine image de la crédibilité. Les Américains sont perçus comme bons, comme sûrs, comme ayant de bons produits. Il y a une notion de potentiel de place. Nous avons réalisé que nous ne pouvions plus vivre avec nos SICAV seulement. Il y avait le challenge de l'Europe. Nous avons besoin d'établir la crédibilité de la France et des professionnels français. »

---

<sup>173</sup> Ces individus occupent aujourd'hui des places importantes de décision au sein des institutions professionnelles et de direction de groupe comme HSBC, Ixis, BNP Paribas. Issus des grandes écoles, ils font partie de l'élite managériale française, ils font des carrières dans la Finance avec des incursions au sein du Trésor et du Ministère de l'Economie et des Finances. Leur point commun est d'avoir connu une expérience internationale qui leur a permis de rentrer en contact avec le monde anglo-saxon de la gestion d'actifs.

Cet activisme de certains chefs de départements de la gestion d'actifs peut aussi être lu comme une stratégie pour prendre le pouvoir sur la juridiction de la gestion d'actifs. En effet comme nous l'avons vu plus haut, il existe un clair décalage entre la position des chefs de départements et l'importance qu'ils peuvent percevoir de leur propre rôle. Le manque de visibilité professionnelle, la séparation des structures, la prééminence des gérants de portefeuilles dans le jeu organisationnel les empêchent d'avoir les moyens de leurs ambitions car ils n'ont aucune possibilité de recruter ou d'investir dans des stratégies de croissance. Il existe donc un intérêt personnel des directeurs de gestion à imposer le modèle anglo-saxon. Il pourrait leur permettre de gagner du pouvoir à l'intérieur de l'organisation en imposant aux gérants de portefeuilles des méthodes de travail standardisées et collectives et d'être à la tête de la réorganisation de ce champ professionnel.

Ce club des gérants s'attelle alors à la diffusion d'un message d'information alarmant sur l'avenir de la gestion d'actifs française face à la concurrence internationale. Ce message est relayé auprès d'interlocuteurs majeurs (les professionnels de la gestion d'actifs, les journalistes, l'administration, les pouvoirs publics et universitaires) et repose sur trois critiques portant sur les structures professionnelles et l'organisation du travail dans la gestion d'actifs qui sont préjudiciables, pour eux, à la compétitivité internationale du modèle français.

La première critique porte sur le manque de reconnaissance et d'indépendance de la gestion. Un risque déontologique existe, selon eux, par rapport au modèle anglo-saxon car la barrière est trop mince entre la gestion d'actifs et les différents opérateurs chez qui elle s'intègre. L'absence d'une muraille de Chine entre banque d'investissement et gestion d'actifs est alors soulignée comme pouvant mettre à mal la crédibilité éthique du modèle français.

La deuxième critique porte sur l'amateurisme et le manque de rigueur au niveau des processus et des décisions de la gestion à la française qui ne font pas le poids face aux méthodes, aux processus d'investissement ou au comité de gestion des américains.

La troisième critique cible le manque de transparence du modèle français qui laisse aux gérants une forte marge de manœuvre sans aucune possibilité pour le client de s'assurer de l'efficacité de sa gestion. Il est donc plus qu'urgent de se doter d'outils de mesure de la performance et d'établir des codes de déontologie.

Le débat grâce à l'activisme du club des gérants bat son plein en 1995 mais il n'y a pas d'atteinte de consensus en faveur de leur position notamment en raison de l'opposition forte à ce changement des banquiers, des syndicats et des gérants de portefeuilles.

En mars 1996, une étape est franchie dans l'institutionnalisation du débat avec la création d'un groupe de travail de Paris Europlace<sup>174</sup> chargé de dresser l'état des lieux de la situation de la gestion d'actifs en France. Le Président de ce groupe est Gérard de la Martinière<sup>175</sup>, une personnalité connue et respectée de la Place de Paris. Pendant plusieurs mois, ce groupe composé d'une vingtaine de personnes se réunit pour y discuter et débattre de l'organisation de la gestion d'actifs en France. Les membres du club des gérants en font partie et ce lieu d'expression leur permet de donner une voie institutionnelle à la critique du modèle français et de renforcer la légitimité de leur discours sur le thème de l'amélioration de la compétitivité internationale de la France, porteuse auprès des pouvoirs publics. En septembre 1996, un rapport définitif est rendu par le Groupe la Martinière qui se rallie à la position du club des gérants en proposant l'adoption du modèle anglo-saxon.

C'est cependant la loi MAF qui va donner le cadre juridique et légal de la reconnaissance de la gestion d'actifs comme nouveau métier. Le projet de cette loi est pourtant antérieur et repose au départ sur des objectifs distincts de ceux du groupe de pression précédemment évoqué. Il s'agit au départ de transposer en droit français la directive européenne de 1993 sur les services d'investissement dans le but de créer un passeport européen (comme ce qui avait été fait pour le crédit) pour les services d'investissements. Quand les discussions parlementaires débutent en 1994 sur la transposition de la directive financière, le premier texte adopté donne la primeur à une gestion d'actifs intégrée à la banque universelle. En 1996, quand le texte passe en seconde lecture au Sénat, les sénateurs sont au courant des travaux du Groupe la Martinière et des débats qui font rage. La conjoncture politique est marquée par la question polémique de l'établissement de fonds de pension en France et de la nécessité de dépasser les échecs de la tutelle étatique dans le secteur financier<sup>176</sup>. Le débat est houleux entre l'Assemblée Nationale et le Sénat mais un véritable retournement a lieu puisque la loi entérine les positions du Groupe la Martinière en donnant à la gestion de nouvelles structures légales l'établissant comme un service distinct à

---

<sup>174</sup> Paris Europlace créée en 1993, est une association de lobbying et de promotion pour imposer Paris comme première place financière européenne. La concurrence se joue essentiellement avec Londres sur ce titre. Elle regroupe quelques 200 établissements membres : entreprises cotées, banques, sociétés de gestion, professions auxiliaires, institutionnels, associations professionnelles. Elle a des homologues dans les autres pays : « Corporation of the City » pour Londres et « Finanzplatz Deutschland » pour Frankfurt. Comme nous le verrons plus tard, le mouvement de l'investissement socialement responsable a fait lui aussi l'objet d'un groupe de travail de Paris Europlace dont l'axe de travail était de voir en quoi le mouvement de l'ISR pouvait constituer un facteur de différenciation face à la City Londonienne.

<sup>175</sup> Inspecteur des finances ayant travaillé aux Trésors, premier président du MATIF, figure de proue du groupe d'assurance AXA et membre influent de Paris Europlace.

<sup>176</sup> Le Blic, D, 2003, *Le scandale financier. Naissance et déclin d'une forme politique de Panama au Crédit Lyonnais*, Mémoire de thèse, EHESS.

part entière. La loi MAF, concrètement, crée un nouveau type d'entreprise : la société de gestion de portefeuille à objet élargie (SGP), nouveau véhicule qui permet à la fois de gérer des OPCVM et des mandats de gestion. L'objectif est de procéder à l'unification des services de gestion d'actifs qui doivent à terme tous entrer dans cette nouvelle structure juridique considéré comme le vecteur institutionnel de sa reconnaissance.

La Loi MAF place par ailleurs la SGP sous la tutelle exclusive de la COB (commission des opérations en bourse)<sup>177</sup>. Cette décision marque la rupture du chevauchement entre la gestion d'actifs et d'autres services financiers comme la banque d'investissement et l'ouverture d'un espace légal en reconnaissant la gestion d'actifs comme un service financier distinct, voire indépendant comme le propose le modèle de la gestion anglo-saxonne.

Cette prise de position du législateur est loin de faire l'unanimité. Pour une certaine fraction du politique, la loi MAF est perçue comme la première brèche dans le système français vers le développement des fonds de pension. Les syndicats de certains opérateurs historiques de la gestion d'actifs s'opposent farouchement, quant à eux, à la mise en place de ce modèle à l'anglo-saxonne. Ils font donc obstruction à la création de structures indépendantes dédiées à la gestion d'actifs. En 1996, certains syndicats attaquent en justice la *Société Générale* pour empêcher la création de *Société Générale Asset Management* (SGAM). Le tribunal donne alors raison à la banque ce qui ouvre la voie à tous les groupes financiers. Ces derniers créent tous, dans les deux années qui suivent, des filiales dédiées à la gestion d'actifs mais non sans certaines résistances chez les banques de réseaux. Celles-ci tentent d'infléchir la COB au moment de la création des SGP pour limiter leurs ressources et leur indépendance. Mais la COB va faire montre, en général, d'une certaine inflexibilité en refusant d'agréer des sociétés ne démontrant pas des garanties d'indépendance et des moyens suffisants. Coincées entre la nouvelle loi et l'intransigeance de la COB, les banques de réseaux se résignent et acceptent de scinder leur activité en deux en adoptant le modèle anglo-saxon d'une organisation par ligne de métier. Les gérants sont obligés d'accepter le changement sous peine de se voir remercier ou d'être mis au placard. La transition est

---

<sup>177</sup> La loi de Sécurité Financière du 3 août 2003 amorce quelques changements. Par son article 68, elle supprime la distinction entre société de gestion de portefeuille et sociétés de gestion d'OPCVM. Au 1er janvier 2004, seules demeurent les SGP, désormais placées sous l'égide de la nouvelle Autorité des Marchés Financiers. L'AMF est une autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, issue de la fusion de la Commission des Opérations de Bourse et du Conseil des Marchés Financiers, en charge de la protection de l'épargne investie en instruments financiers et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne, de l'information des investisseurs et du bon fonctionnement du marché financier.

facilitée par l'arrivée de jeunes diplômés dans le champ de la finance, plus malléables et prêts à prendre la place des anciens gérants. Ces entrées de nouveaux diplômés fait progressivement évoluer le profil sociologique des individus. Ce sont moins les réseaux personnels hérités le plus souvent d'une origine sociale privilégiée qui deviennent prépondérants mais l'excellence scolaire identifiée par le passage dans des grandes écoles ou des mastères spécialisés en Finance.

A partir de 1997, on assiste à une rapide professionnalisation de la gestion d'actifs. En janvier 1997, c'est la naissance de l'AFG-ASFFI<sup>178</sup> qui entérine le regroupement des deux anciennes associations professionnelles et ceci conformément à une proposition formulée par le rapport la Martinière. De nouveaux locaux modernes sont ouverts dans le 8<sup>ème</sup> arrondissement de Paris avec l'embauche d'une équipe de permanents, la constitution d'un centre de documentation et d'infrastructures d'informations pour les adhérents et la création de groupes de travail où les membres de l'association peuvent échanger et se former. L'association est aussi porteuse des intérêts des sociétés de gestion auprès des pouvoirs publics en France et à Bruxelles et entame un travail actif pour doter la profession de codes de déontologie notamment sur la question de l'exercice du droit de vote, cette pratique faisant de cette association un acteur majeur dans l'émergence de l'investissement socialement responsable en France. Il faut ici noter finalement le rôle décisif de l'Etat qui pose par l'action législative et l'action de régulation les bases de la reconnaissance de la gestion d'actifs comme un nouveau métier.

---

<sup>178</sup> Dans le courant de l'année 2004, l'AFG-ASFFI a raccourci son nom, elle s'appelle aujourd'hui l'AFG, l'association française de la gestion financière. L'AFG, compte au 30 juin 2003 1609 adhérents, soit : 329 sociétés de gestion de portefeuille, 75 sociétés de gestion d'OPCVM, 1 203 SICAV, 2 sociétés d'investissement fermées. Source : [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)



Au début des années 2000, le paysage français de la gestion d'actifs a donc connu des mutations radicales<sup>179</sup> dans des délais courts qu'il convient d'avoir à l'esprit pour étudier la construction sociale de l'offre de produits financiers socialement responsables en France entre 1995 et 2005 car cette constitution a bien lieu pendant et juste après cette transformation de la gestion d'actifs en un métier à part entière. Les gérants, les analystes, les équipes marketing des sociétés de gestion impliquées dans la construction d'une offre de produits socialement responsable, que nous avons pu rencontrer lors de notre propre enquête de terrain l'ont réalisé dans un contexte de restructuration de leur espace professionnel selon les normes importées de la gestion d'actifs anglo-saxonne.

Plus globalement, ce chapitre nous a permis de saisir les grands traits de la structuration des différents sous espaces du champ de la Finance et les différents acteurs qui opèrent dans cet espace. Celui-ci, depuis les années soixante dix a connu de très fortes transformations par la montée en puissance du financement de l'économie à travers les marchés financiers. Ces changements ont entraîné chez l'offre une prise de pouvoir de certains opérateurs financiers : grandes banques commerciales, banques d'investissement, grands fonds de gestion collective, qui ont tendance à s'organiser en grand conglomérat bancaire universel. Parallèlement émerge une nouvelle clientèle de cette industrie financière : les grands investisseurs institutionnels. Ceux-ci deviennent à la fois des clients exigeants pour les professionnels de la gestion d'actifs et des propriétaires pointilleux vis-à-vis des entreprises. Dans cette même période, l'information financière qui est au cœur de l'échange sur les marchés financiers se structure autour de ce que nous avons appelé ici, la chaîne de traitement de l'information financière. Entreprises, auditeurs, analystes financiers actions, analystes de la notation crédit sont au cœur du dispositif de jugement qui permet in fine aux

---

<sup>179</sup> En terme de chiffres, ces mutations semblent avoir été un succès pour l'industrie de la gestion d'actifs en France. En 2001, La somme de l'ensemble des fonds gérés (fonds gérés par les banques, par les institutions financières, les OPCVM, l'assurance-vie et les fonds de pensions) est de 1350 milliards d'euros en 2001 avec 800 milliards d'euros en gestion collective ce qui situe la France au premier rang européen et au deuxième rang mondial après les Etats-Unis. Source : Wiedemann-Goiran, T, Périer, F, Lépineux, F, 2003, *Développement Durable et Gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur*, Les cahiers de l'ORSE, Editions d'organisation, p225. A fin 2002, les sociétés de gestion de portefeuille comptaient 432 entreprises, contre 162 fin 1996. En 2002, elles géraient plus de 1400 milliards d'euros d'actifs (estimations AFG), contre 278 milliards d'euros en 1996. Source site Internet AFG : [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)

responsables de la gestion des portefeuilles financiers de sélectionner les titres qu'ils évaluent comme les plus à même de produire de la performance financière.

Le tour d'horizon que nous venons faire de la Finance et de ses sous-espaces permet de bien situer le mouvement de l'investissement socialement responsable dans ce champ de la Finance souvent décrié voire diabolisé. L'exploration du mouvement de l'investissement socialement responsable va à la fois nous entraîner à explorer le champ de la gestion d'actifs dans l'ensemble des chapitres mais aussi plus spécifiquement celui de la chaîne du traitement de l'information financière.

Il sera intéressant d'analyser ici comment les différents métiers de la gestion s'articulent lors de la création de ces nouveaux produits financiers et notamment de saisir quelle va être la place respective des gérants de portefeuilles, représentants du métier historique de la gestion d'actifs en France et des nouvelles lignes de métiers qui émergent à cette époque en particulier dans les sociétés de gestion des grandes banques de réseaux et des assureurs. Cette toile de fond nous permettra aussi de mieux comprendre les disparités entre les différentes sociétés de gestion qui commercialisent ce type de produits financiers en revenant sur leur taille mais aussi sur les opérateurs historiques dont elles sont issues car même si elles bénéficient aujourd'hui d'un statut juridique unique, les disparités et les diversités semblent encore grandes.



## **Chapitre III : Enquête de terrain, caractéristiques générales de l'objet d'étude et fil d'investigation sociologique**

Nous entrons maintenant, après s'être concentrés sur des éléments de définitions et de saisie du cadre général des espaces de la Finance dans lequel l'ISR doit être replacé, dans le cœur de l'enquête de terrain qui a été menée d'octobre 2002 à décembre 2004. Notre projet ici est de revenir en premier lieu sur le déroulement et les différents aspects de l'enquête de terrain avant de procéder à la présentation de la population des sociétés de gestion commercialisant des produits ISR qui ont été le principal objet de l'investigation sociologique. Finalement nous présenterons au lecteur le chemin d'exploration sociologique que nous lui proposons de suivre.

### **I) Positionnement du chercheur et caractéristiques de l'enquête de terrain**

#### **1) Les spécificités du positionnement de recherche**

Lors de l'enquête de DEA qui s'était déroulée entre janvier et avril de l'année 2002, j'ai procédé à une quinzaine d'entretiens avec des acteurs de l'offre de l'ISR : représentants de sociétés de gestion, d'agences d'analyse et de notation extra-financières<sup>180</sup>, d'organisations non gouvernementales, de sociétés d'informations et d'observation sur la RSE et l'ISR. A cette époque, je me suis beaucoup interrogée sur le statut de ces entretiens car il était difficile pour moi de saisir leur réelle particularité par rapport aux propos qu'aurait pu recueillir un journaliste s'il s'était adressé aux mêmes interlocuteurs pour écrire un article sur l'émergence des mouvements de l'ISR, de la RSE et du développement durable.

En effet, les personnes avec lesquelles j'ai pu obtenir des rendez-vous dans le courant de l'année 2002 étaient et sont encore très sollicitées par les médias, comme ont pu le constater d'autres chercheurs œuvrant sur le terrain à cette même époque<sup>181</sup>, mais sont aussi souvent très présentes dans les nombreux colloques et manifestations qui se déroulent sur la

---

<sup>180</sup> Par convention, nous adopterons dans la suite du mémoire le terme d'agences d'analyse et de notation extra-financières pour désigner les structures ont mis en place ces dernières des dispositifs de jugements extra-financiers sur les entreprises qu'elles vendent aux investisseurs. Il est aussi question dans la littérature d'agences de notation extra-financière ou encore d'organismes d'analyse sociétale.

<sup>181</sup> Dejean, Fe, 2004, *Contributions à l'étude de l'investissement socialement responsable, les stratégies de légitimation des sociétés de gestion*, thèse de doctorat en Sciences de Gestion, sous la direction de Monsieur Bernard Colasse, CREFIGE, p122.

thématique de l'ISR, de la RSE ou du développement durable. En bref, se sont la plupart du temps des gens qui sont ou se sentent débordés et, surtout, qui ont développé un discours professionnel structuré et assez rigide sur leur positionnement par rapport à l'ISR, s'adaptant au degré de connaissance qu'ils présupposent être celui de leurs interlocuteurs. Or, la catégorie d'interlocuteurs dans laquelle ils rangent « les jeunes chercheurs », à quelques exceptions près, ne semblent pas très différente de celle dans laquelle ils placent traditionnellement les journalistes. Les deux catégories auraient une connaissance générale bonne mais souvent partielle du sujet qui peut permettre le déploiement sans encombre d'un discours huilé sur l'ISR. En revanche alors qu'ils sont prêts à consacrer beaucoup de temps aux journalistes dans l'espoir d'en tirer une citation dans un article, l'entretien avec le jeune chercheur ne peut guère en règle générale excéder une heure de temps.

Lors des entretiens de DEA, j'ai donc pris acte de ces différents éléments et du caractère parfois très superficiel du discours tenu. Toutefois, la répétition des entretiens et le suivi très précis de mon guide d'entretien dont certaines questions pouvaient sortir mes interlocuteurs des sentiers battus, m'avaient alors permis de saisir des éléments intéressants au niveau des représentations et des mécanismes généraux de la construction sociale de l'offre de produits financiers ISR en France. J'ai pu ainsi grâce à cette première enquête de terrain modéliser un premier système d'acteurs concret<sup>182</sup> de l'ISR français et émettre l'hypothèse qu'à la différence des Etats Unis, en France, le marché se structurerait principalement à travers les offreurs et pas forcément à travers la demande.

J'avais pourtant la nette impression que prolonger mon enquête de terrain sur les mêmes voies de l'enquête par entretiens serait une impasse notamment si mon projet de recherche consistait à resserrer l'angle d'observation sur les pratiques réelles des acteurs principaux de l'offre, c'est-à-dire les sociétés de gestion, impliquées dans la mise sur le marché de la gestion d'actifs de produits financiers socialement responsables. Parallèlement, un constat s'est imposé à moi dans le courant de l'année 2003. En raison de mon activité à Novethic, j'ai été identifiée par les acteurs du champ de l'ISR comme « *la responsable des questions ISR chez Novethic* ». J'y ai donc en grande partie perdu mon statut de « jeune chercheur » dont la position hors champ est plutôt confortable car elle sonne pour les interlocuteurs comme une garantie de neutralité.

J'ai alors pris conscience qu'il était, surtout dans un milieu aussi réduit que celui de l'ISR en France, illusoire de penser que ces acteurs allaient accepter de faire des entretiens

---

<sup>182</sup> Crozier, M, Friedberg, E, 1977 « Le phénomène systémique », in l'acteur et le système, pp227-307

avec moi en mettant de côté les relations qu'ils pouvaient entretenir avec Novethic souvent d'ailleurs par mon biais puisque j'étais leur principal interlocuteur sur l'ISR dans cette organisation. J'ai pris mon parti de cette situation sur laquelle je ne pouvais guère influencer à moins de remettre en question l'existence même de mon contrat CIFRE et j'ai décidé de procéder à l'inverse. Puisque mon statut de chercheur se retrouvait gommé par mon statut de professionnelle et d'actrice à part entière du champ de l'ISR, j'ai décidé d'assumer ma condition et de construire non pas mon travail d'analyse sociologique sur une enquête de terrain fondée sur des entretiens présentés comme sociologiques à mes interlocuteurs mais sur les différentes enquêtes, travaux et expériences que j'ai pu mener avec le statut de « chargée d'études sur l'ISR », puis de « Responsable de la recherche ISR » chez Novethic.

J'avoue ici que je me suis longuement interrogée sur ce positionnement que je trouvais en mon for intérieur non conforme à la pratique classique sociologique. Je ne trouvais pas forcément de jeunes chercheurs vivant une expérience de recherche similaire dans le champ de la Finance. En effet, certains jeunes chercheurs avaient pu être amenés, en raison de la fermeture de ce milieu et des rythmes de travail effrénés des individus qu'ils souhaitaient observer à effectuer des stages dans ces entreprises c'est-à-dire à être embauchés et rétribués pour effectuer une mission précise pour le compte de l'organisation. Toutefois, leur statut de stagiaire ne semblait pas véritablement prendre le pas sur leur statut de jeune chercheur en anthropologie ou sociologie au nom duquel ils allaient mener leur investigation sociologique ou anthropologique. Puis je me suis souvenu de ces exemples évoqués dans mes premières années de sociologie, d'expérience de « sociologie sauvage » où pendant les années soixante-dix, des chercheurs allaient travailler dans les usines pour expérimenter concrètement la condition ouvrière par l'observation participante et l'expérimentation du statut d'ouvrier. Bien que le monde de l'ISR soit certainement bien éloigné du monde ouvrier des années soixante-dix, il y a un peu de cela dans ma démarche et peut-être dans celles de tous les chercheurs et chercheuses qui réalisent des thèses en contrat CIFRE pour des structures de taille réduite. Celles-ci ne peuvent véritablement accepter un contrat CIFRE que si le jeune chercheur accepte d'avoir en parallèle une pratique professionnelle à part entière au sein de l'entreprise. Cette position fait de nous à la fois des acteurs et des observateurs de notre champ de recherche sachant que, même si nous ne cachons en rien notre statut de chercheurs à nos interlocuteurs, ceux-ci sont souvent beaucoup plus sensibles à notre statut d'acteur et d'opérateur à part entière du champ en question.

Tous ces éléments ajoutés les uns aux autres : réticences vis-à-vis de la pratique de l'entretien, brouillage des limites de mon statut mais aussi gestion pratique des contraintes de

temps m'ont amenée, en accord avec mon directeur de recherche Dominique Desjeux et le président directeur de Novethic, Jean-Pierre Sicard, à utiliser comme matière première de mon analyse sociologique les travaux et l'expérience acquise lors de mon activité de salarié chez Novethic.

## **2) L'enquête de terrain : questionnaires, recherche documentaire, observation participante et entretiens**

La première partie de mon enquête de terrain consiste dans le traitement sociologique de deux séries de questionnaires qui ont été adressées à l'ensemble des sociétés de gestion offrant des produits financiers socialement responsables en France.

Pour Novethic, la raison d'être principale de ces questionnaires était d'arriver à mettre en place un dispositif de jugement sur la qualité des processus de gestion socialement responsables mis en place par les sociétés de gestion. Pour ma propre démarche de recherche, le grand intérêt de ces deux séries de questionnaires était leur concentration maximale sur les pratiques. En effet, pour juger correctement de la qualité des process de gestion socialement responsables, il est nécessaire d'obtenir le degré d'information le plus haut sur la réalité des pratiques pour ne pas voir son dispositif de jugement remis en cause par le manque de confiance que pourraient porter sur eux les acteurs qui sont censés s'y référer<sup>183</sup>. Le recueil et le traitement des réponses à un même questionnaire suivent alors des itinéraires très différents.

Pour le compte de Novethic, j'utilise ces données, pour offrir aux utilisateurs du dispositif de jugement, une évaluation qui se traduit par l'attribution d'une note pour chaque fonds mis sur le marché de l'ISR par les sociétés de gestion. Ces notes sont rendues publiques notamment par le biais du site Internet de Novethic.

Dans le contexte de l'analyse sociologique, les données sont d'abord rendues anonymes car il ne s'agit pas ici de procéder à un classement mais à saisir les grandes tendances de la construction sociale de l'offre ISR en France à cette période. La perspective du traitement fonds par fonds constitutif du travail de classement de l'offre fait pour Novethic est aussi abandonnée. Il s'agit dans l'analyse sociologique de plus s'intéresser aux acteurs travaillant dans les sociétés de gestion qui mettent en place ces produits financiers socialement responsables qu'aux seuls véhicules financiers. Ceux-ci ne sont que la partie la

---

<sup>183</sup> Karpik, L, 1996, « Dispositifs de confiance et engagements crédible » *Sociologie du Travail*, 38 (4) p526-551

plus visible de plusieurs itinéraires de décisions et d'une série de pratiques se jouant au sein des sociétés de gestion. Ils sont donc un point de départ qu'il faut dépasser pour s'attacher à un angle d'observation meso-sociologique consistant à observer chaque organisation qui offre ce type de produits financiers en France.

L'enquête par questionnaire s'est déroulée en deux temps. Une première phase exploratoire s'est déroulée entre décembre 2002 et juin 2003, c'est-à-dire lors de ma première année de thèse. Le premier questionnaire peut être qualifié de semi-ouvert. De nombreux thèmes étaient couverts mais les acteurs avaient presque toujours la possibilité de donner des réponses qualitatives s'il ne leur était pas possible de donner des informations très précises sur leur offre ISR.

Cinq grands thèmes orientaient ce premier questionnaire : la constitution des sources d'information extra-financières, la constitution du process de gestion extra-financier, le degré d'implication générale de la société de gestion sur le champ de l'ISR, les modalités de l'exercice du droit de vote en assemblée générale d'actionnaires, le degré de dialogue avec les clients du produits financier ISR. Le questionnaire demandait aussi aux sociétés de gestion de fournir éventuellement un document de description du process de gestion et des éléments de présentation sur la société de gestion et son groupe d'appartenance.

Selon les acteurs, des relances ont été plus ou moins nécessaires à l'obtention des informations. En règle générale, le processus de recueil de l'information a été lent. Il est passé par des contacts répétés avec les acteurs de l'offre par le biais d'e-mails, de réunions téléphoniques et en face à face. Selon les sociétés de gestion, les interlocuteurs se sont révélés très différents. Dans les sociétés de gestion disposant d'une cellule<sup>184</sup> dédiée à la question de l'ISR, le ou l'un des membres de cette cellule prenait en charge le renseignement du questionnaire. Ce sont alors très souvent les analystes ISR<sup>185</sup> mais aussi les responsables produits plus centrés sur les questions de marketing qui répondaient au nom de leur organisation. Dans les structures ne disposant pas d'une équipe ou d'une personne dédiée à l'ISR, les gérants des fonds répondaient directement ou déléguaient au service du marketing général de leur société de gestion cette tâche.

Cette première phase exploratoire nous a renseigné sur la multiplicité des dimensions et des pratiques inhérentes à la mise en place d'une offre de produits financiers socialement

---

<sup>184</sup> Nous préférons ici le terme de cellule à celui d'équipe car souvent l'équipe responsable de l'ISR est composée d'une seule personne.

<sup>185</sup> Nous employons ici par convention le terme d'analyste ISR pour désigner les salariés qui à la fois dans les agences d'analyse et de notation extra-financières, chez les sociétés de gestion ou encore chez les brokers vont avoir en partie comme fonction la production d'un jugement extra-financier sur les entreprises. Ces salariés sont aussi souvent désignés dans ce champ professionnel de l'ISR par le terme d'analyste extra-financier.



responsables. Elle a été toutefois marquée par une grande hétérogénéité dans le niveau de précision de l'information donnée par chaque société de gestion. Ce premier questionnaire permettait, certes, dans première phase exploratoire d'avoir une meilleure connaissance des pratiques de chaque société de gestion mais ne donnait pas forcément la possibilité de comparer chaque sous dimension évoquée en raison de son caractère très souple.

Pendant l'année 2004, soit l'année suivante, je crée un nouveau questionnaire pendant ma seconde année de thèse. L'objectif est à la fois de prendre en compte les évolutions du champ de l'ISR en cours de transformation rapide et de procéder à une consolidation des données en passant par une forme de synthétisation des données qualitatives en vue d'améliorer les possibilités de comparaison entre les différentes sociétés de gestion. Pour Novethic, l'objectif principal est d'améliorer son dispositif de jugement sur la qualité des fonds socialement responsables. Pour l'analyse sociologique, l'intérêt est alors de pouvoir après une première phase exploratoire approfondie par questionnaire, qui faisait suite à une phase exploratoire qualitative lors de l'année de DEA, de procéder à une enquête de consolidation des données sur les pratiques des offreurs ISR.

La nouvelle version du questionnaire part du contenu des résultats recueillis par l'enquête exploratoire et tente d'aller plus loin. Les questions et les possibilités de réponses à ces questions sont retravaillées pour aboutir à la mise au point d'un questionnaire beaucoup plus fermé. Celui-ci contraint les sociétés de gestion d'entrer dans un champ des possibles prédéfini par le questionnaire. Il est à noter ici que la définition de ce champ des possibles résulte de l'analyse des résultats de la première enquête exploratoire et de l'observation continue de l'évolution du champ de l'ISR français.

L'armature générale du questionnaire est aussi retravaillée et ramifiée avec une structuration en trois grands axes : La mise en place du dispositif de gestion, l'engagement des gérants de fonds auprès des entreprises, l'implication des sociétés de gestion sur l'ISR. Dans le premier axe, il est question de la mise en place des sources d'informations extra-financières, du process de gestion financier et extra-financier, d'outils et de procédures de commercialisation de ces produits financiers ISR. Le deuxième axe est centré sur la question de l'exercice du droit de vote des gérants de portefeuilles en assemblées générales d'actionnaires ainsi que sur la mise en place de dispositifs de dialogues avec les entreprises pour les emmener à une plus grande prise en compte des questions de RSE et de développement durable. Le troisième grand axe se concentre sur le recueil de données sur l'implication générale des sociétés de gestion dans le champ de l'ISR qui se traduit à la fois

par une implication intellectuelle (articles de recherche, adhésion et animation de groupe de travail) et une implication en terme de moyens financiers (encours) et humains (nombre de personnes affectées à la mise en place de l'offre ISR).

Le recueil des données se révèle toujours assez lent puisqu'il s'étale sur le printemps et l'été 2004, chaque société de gestion ayant un rythme de réponse très variable (trois semaines à 5 mois et plus...). Les répondants comme dans la première enquête sont le plus souvent des analystes ISR ou des responsables marketing/produits faisant partie d'une cellule dédiée ISR mais aussi des gérants de portefeuilles et des responsables marketing et produits ne faisant pas partie d'une cellule dédiée.

Comme dans la première enquête, le soin porté au renseignement du questionnaire est très variable. La majorité produit plus d'une trentaine de pages à partir d'un questionnaire d'une dizaine de pages et utilisent l'informatique pour rendre leur présentation agréable alors que d'autres, plus rares, renseignent les questions de manière laconique au crayon à papier...

Cette hétérogénéité déjà constatée lors de la phase exploratoire est cependant considérablement atténuée par la précision des questions qui obligent, cette fois-ci les sociétés de gestion à se positionner dans leurs déclarations sur des items précis et de formaliser des aspects qui, jusque là, restaient assez vagues. Ce degré accru de précision est aussi obtenu par la systématisation d'une des pratiques amorcées lors de la phase exploratoire, c'est-à-dire la demande de documents papiers et électroniques faisant office de preuves concrètes des affirmations tenues par les représentants des sociétés de gestion. Cette pratique permet, en effet, d'éviter aux sociétés de gestion la tentation de s'avancer sur des pratiques qui ne seraient, qu'en partie, les leurs. Par exemple si une société de gestion déclare qu'elle a mis en place une politique officielle d'exercice du droit de vote, le questionnaire demande à la société de gestion en question de fournir un exemplaire de cette politique officielle. Si cet exemplaire n'est pas fourni, la pratique ne peut être considérée comme effective.

Le questionnaire dans ces deux versions a été envoyé à une quarantaine de sociétés de gestion offrant aujourd'hui plus d'une centaine de produits financiers socialement responsables sur le marché français<sup>186</sup>. Par convention, nous avons choisi d'arrêter le recueil des données pour l'analyse sociologique au 31 décembre 2004 même si certaines sociétés de

---

<sup>186</sup> Au deuxième trimestre 2003, date du premier Indicateur Novethic, 44 sociétés de gestion sont recensées pour 92 fonds. Au quatrième trimestre 2004, l'Indicateur Novethic, dont il a été question au chapitre I, recense un nombre de 49 sociétés de gestion et de 122 fonds. Les deux enquêtes menées par questionnaire en 2002-2003 et 2004 ont donc tenté de toucher la quasi-totalité des offreurs concernés.

gestion ont pu, en 2005, continuer de répondre au questionnaire dans le but d’être soumis au dispositif de jugement mis en place par Novethic.

Au 31 décembre 2004, 24 sociétés de gestion commercialisant un ou plusieurs produits financiers socialement responsables ont répondu aux deux phases du questionnaire et ont pu donc être suivies sur les deux ans de terrain d’enquête.

Neuf d’entre elles n’ont répondu qu’à la phase de l’enquête exploratoire. Dans ces neuf sociétés de gestion, on retrouve à la fois des sociétés de gestion étrangères qui renoncent à répondre au questionnaire car le marché français de l’ISR ne leur semble plus être une priorité, des sociétés de gestion qui ont disparu ou qui ont fusionné avec d’autres structures mais aussi des sociétés de gestions refusant de se plier à nouveau à l’exercice pour des raisons non démêlées à ce jour par l’enquêteur.

Quatre sociétés de gestion qui n’étaient pas encore présentes sur le marché de l’ISR lors de la première phase de l’enquête se sont rajoutées lors de la phase d’enquête consolidée aux 24 sociétés de gestion déjà présentes.

Finalement, 8 sociétés de gestion sur une population totale de 45 n’ont répondu ni à la première, ni à la seconde phase de l’enquête. Certaines ont été relancées de très nombreuses fois mais ont systématiquement refusé de se prêter à l’exercice notamment en raison de leur volonté plus ou moins affirmée de ne pas être soumises au dispositif de jugement mis en place par Novethic. Pour les autres, malgré de nombreuses tentatives d’identification, il n’a jamais été possible de rentrer en contact avec un interlocuteur précis qui aurait pu permettre la passation du questionnaire.

|                                                   | SG suivies<br>dans le<br>temps | SG Enquête<br>Exploratoire | SG Enquête<br>consolidée | SG n'ayant<br>jamais<br>répondu | Total     |
|---------------------------------------------------|--------------------------------|----------------------------|--------------------------|---------------------------------|-----------|
| <i>Enquête<br/>exploratoire<br/>2002-2003</i>     | 24                             | 9                          |                          | 8                               | 33        |
| <i>Enquête<br/>consolidée<br/>2004</i>            | 24                             |                            | 4                        | 8                               | <b>28</b> |
| <i>Panel Total<br/>visé (au 31<br/>déc. 2004)</i> | 24                             | 9                          | 4                        | 8                               | 45        |

Tableau 1 Enquête Terrain: Le panel de l’enquête par questionnaire

Seules les données recueillies lors de la phase consolidée ont été soumises à un traitement statistique. Les répartitions données dans les parties suivantes concernent donc uniquement les 28 sociétés de gestion qui ont pu être suivies lors de l'enquête consolidée, les données trop éparées et lacunaires de la phase exploratoire ne permettant pas le même exercice même si elles nous renseignent pertinemment sur les grandes tendances d'évolution connues par les offreurs de produits ISR.

Le traitement statistique a été réalisé avec le tableur Excel. Il ne nous semblait pas ici approprié d'utiliser un logiciel de données de traitement de données comme SDT, que nous avons utilisé lors de notre enquête auprès des souscripteurs particuliers d'un produit financier socialement responsable pendant l'été 2002 pour le compte d'une société de gestion commercialisant une Sicav ISR<sup>187</sup>. En effet, il ne s'agit pas ici de dégager des corrélations entre opinions et profils d'une population cible mais plus modestement de synthétiser des données sur les caractéristiques et les pratiques des offreurs ISR. Ici, même si cela pourrait être éventuellement envisagé, le travail de recherche de corrélation entre telles et telles pratiques n'est pas au cœur du questionnement. L'enquête se positionne clairement avant même la formulation de cette interrogation puisqu'il s'agit d'identifier et de décrire ces offreurs et leurs pratiques en essayant de procéder à la mesure de la fréquence de ces dernières. De plus, en raison du caractère réduit de l'échantillon (28 sociétés de gestion), il semble raisonnable de penser que l'enquêteur peut déceler spontanément des corrélations qui pourraient se révéler incontournables. L'enquête par questionnaire a permis aussi le recueil d'une documentation très riche sur l'ensemble des pratiques adoptées par les offreurs ISR.

Parallèlement à ce recueil de données qui est passé par la voie de l'enquête par questionnaire et le recueil documentaire, le deuxième grand axe du travail d'enquête de terrain est passé par l'observation participante. Le terme « participante » n'est pas ici un vain mot car comme je l'ai déjà mentionné plus haut dans cette partie et dans l'introduction, j'ai vraiment participé avec ma casquette « d'expert ISR » à de nombreuses réunions professionnelles, groupes de travail et autres colloques qui m'ont permis d'observer les acteurs de l'ISR et notamment les représentants des sociétés de gestion. J'ai ainsi tenu pendant toute la durée de ma thèse un journal de bord sur mon activité à Novethic et j'ai consigné par écrit, autant que cela s'est révélé possible les multiples moments où j'ai pu

---

<sup>187</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2005, « L'émergence des invest'acteurs : un concept séduisant à l'épreuve de terrain », in *Pour une « autre » consommation, Sens et émergence d'une consommation politique*, Collections Consommations et Sociétés, Harmattan, Paris.

observer les différentes protagonistes de l'ISR en action sachant que je faisais souvent partie de la représentation jouée. J'ai ainsi consigné de nombreux éléments informels sur les sociétés de gestion, les agences d'analyse et de notation extra-financières, les investisseurs institutionnels mais aussi sur les brokers, les consultants, les diffuseurs d'informations sur la RSE et l'ISR ainsi que sur les ONG impliquées dans ce champ. J'ai complété ce travail d'observation participante par une lecture systématique de tous les articles de presses écrite et de presse spécialisée relatif au champ de l'ISR<sup>188</sup>. Cette observation participante qui a duré 2 ans et 6 mois a considérablement irrigué l'avancée de mon analyse sur le champ de l'ISR même si elle reste en grande partie de l'ordre de l'informel et du confidentiel. Elle me permettra ici de dégager des grandes tendances à l'œuvre dans le champ de l'ISR.

Parallèlement et pour finir, j'ai réalisé quatre entretiens approfondis avec des analystes extra financiers avec qui j'ai tissé au fil du temps des contacts privilégiés. Certains travaillent ou ont travaillé en agence d'analyse et de notation extra-financières et d'autres au sein de sociétés de gestion. Si j'ai choisi de faire ces entretiens d'une durée de moyenne de trois heures et demi avec ces 4 acteurs, c'est pour aller plus loin dans l'exploration d'un des points les plus intéressants de la construction d'une offre de produits socialement responsable en France, c'est-à-dire l'émergence d'un nouveau métier aux contours encore peu définis : le métier d'analyste ISR. Ici encore, le nombre réduit d'entretiens m'a convaincue qu'une analyse thématique artisanale serait plus efficiente qu'une analyse à l'aide d'un logiciel de traitement de données comme N'Vivo.

## **II) Les caractéristiques des vingt-huit sociétés de gestion : groupes d'appartenance, encours et dates d'entrée sur le marché de l'ISR.**

Il convient rapidement ici d'esquisser les grandes caractéristiques de ces différentes sociétés de gestion qui ont fait l'objet de l'enquête par questionnaire.

Nous nous intéresserons ici à leur groupe d'appartenance en nous inspirant de la typologie proposée par Thibaut Kleiner<sup>189</sup> pour identifier les différents opérateurs de la gestion d'actifs avant la création juridique et la prise d'indépendance des sociétés de gestion

---

<sup>188</sup> Ce travail systématique et de recensement a été facilitée par l'utilisation des différents systèmes de veille informatique mis en place par l'organisation Novethic.

<sup>189</sup> : Kleiner, T, 2003, « La consécration des gestionnaires d'actifs sur la Place de Paris », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, p42-50.

d'actifs. Même si aujourd'hui, les sociétés de gestion ne dépendent plus directement de l'autorité d'un opérateur financier, il n'en reste pas moins qu'il n'est pas indifférent d'être une société de gestion faisant partie d'un groupe bancaire multi activités brassant les milliards et les collaborateurs et implanté dans tous les coins de la planète ou d'être une petite société de gestion indépendante gérant quelques millions et employant une équipe de moins de 10 personnes sur la place financière de Paris.

Pour compléter le tableau de ces caractéristiques, nous reviendrons sur les encours totaux et sur les encours ISR de ces sociétés de gestion. Finalement, nous aborderons la question de la date d'entrée des sociétés de gestion sur le marché de l'investissement socialement responsable. Cette question nous permettra d'aborder la question souvent épineuse de la reconstruction à posteriori d'un processus de décision. Celui qui nous intéresse ici est celui qui amène ces sociétés de gestion à se lancer dans la constitution d'une offre de produits financiers ISR au tournant du 21<sup>ème</sup> siècle.

### **1) Groupes d'appartenance des sociétés de gestion : Une majorité de grandes banques de réseaux**

Cette répartition par groupe d'appartenance ne découle pas directement d'une question précise dans le questionnaire mais du rassemblement d'informations par le biais des brochures présentant l'activité des sociétés de gestion et de leur groupe d'appartenance, documentations qui étaient demandées expressément par le questionnaire. Nous avons croisé ces informations avec la typologie des opérateurs financiers proposée par Kleiner : banques d'affaires, assureurs et banques commerciales de réseaux. Thibaut Kleiner précise ici qu'avant 1995, les acteurs les plus puissants de la gestion d'actifs sont les banques commerciales suivis de près par les assureurs alors que les banques d'affaires qui sont historiquement les premières à avoir eu une activité de gestion d'actifs, sont souvent des structures plus modestes et ne faisant pas partie de groupes multi activités.

Dans la population étudiée, on retrouve ces trois grands types d'opérateurs. Les sociétés de gestion d'actifs indépendantes qui pratiquent l'ISR, constituent ainsi un des pôles d'activités de moyennes et grandes banques commerciales, de moyens et grand groupes d'assurance et de structures financières dont les activités historiques sont le courtage et la banque d'investissement.

Néanmoins, d'autres types d'acteurs ont été identifiés qui n'entrent pas dans la typologie : la catégorie des petites et très petites sociétés de gestion dont la seule activité

historique est la gestion d'actifs et la catégorie des institutions de prévoyance et de retraite dédiées à la gestion de la retraite et la sécurité de certaines branches professionnelles d'activité. Ces institutions ont développé parallèlement à leurs métiers de départ, une activité de gestion d'actifs. Ces sociétés de gestion gèrent en premier lieu les encours de ces groupes de retraite et de prévoyance qui sont aussi des investisseurs institutionnels mais proposent aussi des produits financiers dans le cadre de l'Epargne salariale. Nous avons du aussi ajouter une catégorie « autres » pour les sociétés de gestion n'entrant pas dans les précédentes catégories. Y entrent notamment les grandes sociétés de gestion d'actifs étrangères dont la seule activité est la gestion d'actifs.

| Structures d'appartenance                           | Panel consolidé | Panel Total |
|-----------------------------------------------------|-----------------|-------------|
| <i>Banques de réseaux</i>                           | 50%             | 46%         |
| <i>Assurances</i>                                   | 14%             | 16%         |
| <i>Banques d'affaires/ Banques d'investissement</i> | 14%             | 16%         |
| <i>Petites Sociétés de gestion</i>                  | 4%              | 9%          |
| <i>Groupe de retraite et prévoyance</i>             | 14%             | 9%          |
| <i>Autres</i>                                       | 4%              | 4%          |
| <i>Total (au 31 décembre 2004)</i>                  | 100%            | 100%        |

Tableau 2 ET<sup>190</sup>: Les structures d'appartenance des sociétés de gestion

Comme l'illustre le tableau ci-dessus, les banques de réseaux c'est-à-dire les grandes banques commerciales françaises et étrangères représentent la moitié de la population qui a répondu à l'enquête et 46% de la population totale ciblée. Tous les grandes banques qui ont pignon sur rue et recueillent les dépôts des épargnant français, proposent toutes, par le biais de leur activité de gestion d'actifs, un ou plusieurs produits ISR. A la suite, on retrouve ex-æquo à 14% les catégories assurances, banque d'investissement et groupes de retraites et de prévoyance. Nous pouvons cependant remarquer que dans la population totale, les catégories assurances et banque d'investissement représentent 16% de l'échantillon total alors que les groupes de retraite et de prévoyance n'en représente que 9%. En queue de peloton, on retrouve les petites et très petites sociétés de gestion avec respectivement 4% pour l'échantillon consolidé et 9% pour la population totale.

Le marché de l'ISR semble ici refléter, sans grande différence, l'état des forces en puissance sur le marché de la gestion d'actifs en France : une omniprésence des grandes banques commerciales, une place non négligeable des assureurs et une nébuleuse de structures plus modestes implantées de longue date ou depuis peu sur le marché de la gestion

<sup>190</sup> Enquête terrain

financière. L'appartenance à tel ou tel groupe n'est pas neutre dans la constitution d'une offre de produits ISR car elle peut en partie conditionner un investissement plus ou moins fort en terme de moyens financiers et humains. L'analyse des encours de ces différentes sociétés de gestion consacrées ou non à l'ISR démontre, par une autre voie, la différenciation des caractéristiques de ces sociétés de gestion impliquées dans ce champ de l'ISR.

## **2) Des encours ISR et non ISR avec des parts relatives similaires**

Dans cette partie, nous nous intéressons aux encours totaux et aux encours ISR gérés par les sociétés de gestion ainsi qu'à la part relative de ces encours ISR par rapport à ces encours totaux.

|                                              | 100 Milliards et plus | 100 et 40 Milliards | 40 à 5 milliards | 5 milliards et moins |
|----------------------------------------------|-----------------------|---------------------|------------------|----------------------|
| <i>Répartition SG par encours total géré</i> | 25%                   | 14%                 | 36%              | 25%                  |

Tableau 3 ET: Répartition des sociétés de gestion par encours total géré.

Les sociétés de gestion gérant plus de 100 milliards d'euros représentent un quart de la population des 28 sociétés de gestion sur laquelle porte l'enquête. On retrouve essentiellement dans cette catégorie les plus grandes banques commerciales françaises et étrangères et les grands assureurs français. La catégorie des sociétés de gestion gérant entre « 100 et 40 milliards » d'euros d'encours, où l'on retrouve les banques commerciales françaises et étrangères un peu plus modestes ne représente que 14% de l'ensemble de la population étudiée. Les catégories suivantes concernent plus de 60% de la population. Les sociétés de gestion gérant entre 40 et 5 milliards comptent pour 36%. Cette tranche est composée essentiellement de sociétés de gestion faisant partie de banques commerciales plus modestes mais aussi de sociétés de gestion faisant partie de banques d'investissement et des petites sociétés de gestion indépendantes. Finalement ¼ du panel gère des encours de moins de 5 milliards. Les banques d'investissement et les petites et très petites sociétés de gestion sont présentes sur cette catégorie mais aussi les groupes de retraite et de prévoyance dont les filiales de gestion d'actifs ont des encours réduits. Nous constatons donc ici une grande diversité de la puissance financière globale des sociétés de gestion d'actifs qui proposent au 31 décembre 2004 une offre de produits financiers ISR.



|                                                  | 100 Millions et plus | 100 et 40 Millions | 40 à 5 millions | 5 millions et moins |
|--------------------------------------------------|----------------------|--------------------|-----------------|---------------------|
| <i>Répartition SG par encours total ISR géré</i> | 32%                  | 32%                | 32%             | 4%                  |

Tableau 4 ET: Répartition des sociétés de gestion par encours total ISR géré.

Au sujet des encours gérés en ISR<sup>191</sup>, l'équilibre règne entre les trois premières catégories avec des pourcentages respectifs de 32%. Dans la catégorie 100 millions et plus, la grande majorité des sociétés de gestion sont aussi celles qui gèrent 100 milliards et plus d'encours total. On retrouve les grandes banques commerciales et les grands assureurs. Toutefois, des sociétés de gestion aux encours totaux plus modestes mais qui ont fait de l'ISR une des formes principales voire leur unique forme de gestion d'actifs font aussi partie de cette catégorie. Dans la catégorie des sociétés de gestion gérant entre 100 et 40 millions d'euros d'encours ISR, il existe une forte représentation des sociétés de gestion gérant entre 100 et 40 milliards mais là aussi émerge des sociétés de gestion aux encours plus modestes en terme d'encours total. Les groupes de retraite et de prévoyance qui gèrent moins de 5 milliards font partie de cette catégorie. Dans la catégorie des sociétés de gestion qui gèrent entre 40 et 5 millions, les sociétés de gestion faisant partie de banques commerciales plus modestes, des banques d'investissement et des petites sociétés de gestion sont très présentes. Quant à la catégorie des moins de 5 millions, elle n'est pas, comme on pourrait le supposer, occupée par une petite ou très petite société de gestion ou un groupe de retraite et de prévoyance mais par une des plus grandes banques commerciale française.

Il n'existe donc pas forcément de corrélation mécanique entre le montant total des encours et le montant des encours ISR car même dans un grand groupe financier multi activité, le développement rapide des encours ISR est subordonné à la volonté stratégique et politique de la gestion d'actifs de s'impliquer sur l'ISR. En revanche, si cette volonté politique est acquise, il est plus facile pour ces grands groupes de dépasser la barre des 100 milliards sachant qu'aujourd'hui celle-ci est aussi atteinte à la marge par des entités aux puissances financières plus modestes.

<sup>191</sup> Ici, la quantification se fonde sur le déclaratif des sociétés de gestion dans ce questionnaire sur leurs encours en gestion collective et en gestion dédiée. Ces données ont été cependant croisées avec les données recueillies par les enquêtes de quantification du marché de l'ISR en France menées par Novethic, pour s'assurer de leur véracité.

|                                                   | moins de 0,5% | entre 0,5 et 1% | 1 et 5% | plus de 50% |
|---------------------------------------------------|---------------|-----------------|---------|-------------|
| <i>Part Encours<br/>ISR sur encours<br/>Total</i> | 54%           | 14%             | 25%     | 7%          |

Tableau 5 ET: Répartition des sociétés de gestion par la proportion de l'encours ISR sur l'encours total.

Cette nécessité de rester nuancé sur la corrélation entre taille globale des encours et taille des encours ISR est renforcée par l'examen du calcul de la part relative que représente l'ISR pour ces sociétés de gestion d'actifs. A plus de 50%, cette part relative représente moins de 0,5% des encours. Dans cette catégorie, nous retrouvons à la fois des grandes, des moyennes et petites puissances financières comme d'ailleurs dans les catégories suivantes d'entre « 0,5 et 1% » et « 1 et 5% ». Quant à la part des plus de 50%, il s'agit des sociétés de gestion qui sont uniquement dédiées ou partiellement dédiées à la gestion d'actifs ISR. Il s'agit principalement de sociétés de gestions aux encours totaux plutôt modestes.

Toutes choses égales par ailleurs, nous pouvons affirmer que généralement, les sociétés de gestion impliquées sur le champ de l'ISR consacrent une part très minime de leurs encours à la gestion d'actifs ISR. Cette information peut laisser présumer de l'importance réelle de cette gestion pour toutes ces entités au-delà de l'intérêt de principe affiché. Toutefois en raison du fait qu'à quelques exceptions près, toutes les sociétés de gestion sont concernées par ces parts relatives faibles, la différenciation entre les différents acteurs se joue sur le montant des encours ISR sachant que dépasser la barre des 100 millions est déjà considéré comme remarquable. Quant aux plus gros offreurs, ils se battent à la fin 2004 sur les tranches d'encours de 500 millions à 1 milliard d'euros.

### **3) Les dates d'entrée sur le marché : la ruée des années 2000-2002... Mais qu'est ce qui fait courir les sociétés de gestion vers l'ISR ?**

18% des 28 sociétés de gestion enquêtées commencent à proposer leur premier produit financier socialement responsable entre 1995 et 1999. Dans cette catégorie, se côtoient des offreurs installés en France de longue date (banques d'investissement, assureurs, banque de réseaux) et des offreurs étrangers qui arrivent plus tard sur le marché français mais proposent depuis le milieu des années quatre-vingt dix ce type de produits dans leur pays d'origine.

|                                             | entre 1995 et 1999 | entre 2000 et 2002 | 2003 et plus |
|---------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------|
| <i>Date d'entrée sur le marché de l'ISR</i> | 18%                | 64%                | 18%          |

Tableau 6 ET: Répartition des sociétés de gestion par leur date d'entrée sur le marché de l'ISR.

La plus grande arrivée se situe entre les années 2000 et 2002 puisque 64% des sociétés de gestion soumises au questionnaire s'implantent à cette époque sur le champ de l'ISR. En l'espace de deux ans, la majorité des sociétés de gestion faisant partie des grands groupes d'assurance et des grands groupes bancaires se dotent d'un produit ou d'une gamme de produits financiers ISR. Ils sont accompagnés voire précédés dans ce mouvement par des acteurs à la puissance financière plus réduite avec notamment l'entrée, en 2001 et 2002, des groupes de retraite et de prévoyance.

Entre 2003 et 2004, la situation se stabilise et étant donné que la quasi-totalité des sociétés de gestion implantées sur le marché français de la gestion d'actifs sont dotées d'une offre ISR, les nouveaux entrants sont à la fois des offreurs français retardataires et surtout des offreurs étrangers. Ces derniers pratiquent l'ISR depuis le milieu des années 1990 dans leur pays d'origine mais ne s'implantent sur le marché français qu'après 2003.

Nous pouvons ici nous interroger sur cette arrivée massive de la quasi-majorité des sociétés de gestion d'actifs sur ce champ de l'ISR dans un laps de temps relativement court. A l'exception des fonds Nouvelle Stratégie 50 géré par Meeschaert Asset Management et du fonds Hymnos géré par Crédit Lyonnais Asset Management, créés dans les années quatre-vingt pour des congrégations religieuses, toutes les sociétés de gestion prennent progressivement le tournant de l'ISR entre les années 1999 et 2002.

Qu'est ce qui pousse l'ensemble de ces acteurs à participer en cœur à la diffusion de ce qui peut être considéré comme une forme d'innovation<sup>192</sup> financière sur le marché français voire européen de la gestion d'actifs ? Comme le remarque Dominique Desjeux<sup>193</sup>, il est difficile à l'échelle micro-sociale de saisir le point de départ absolu d'un processus de

<sup>192</sup> « L'innovation est à ne pas confondre avec l'invention. L'invention est une création, un produit nouveau, une nouvelle technologie, une nouvelle idée, un nouveau service qui ne sortira jamais des cartons. Le terme innovation lui désigne le processus social par lequel se diffuse une création dont le cheminement est difficile à prévoir du fait du nombre d'acteurs mobilisés tout au long de son déroulement depuis l'entreprise jusqu'au consommateur en passant entre autres par les médiations institutionnelles et juridiques. »

Extrait de Desjeux, D, 2004, *Les Sciences Sociales*, Collection Que sais-je, Edition PUF, Paris, p61

<sup>193</sup> Ibidem, p 28

décision. On pourrait tout du moins en saisir « le point de panurge », c'est-à-dire le moment où tous les acteurs concernés suivent le mouvement général. Nous allons donc ici tenter de démêler avec précaution les fils des multiples chemins de traverse des itinéraires de décision qui amènent les sociétés de gestion étudiées à s'engager sur la voie de cette innovation financière que constitue l'ISR. Pour ce faire, nous partirons de l'analyse proposée par Desjean<sup>194</sup> sur les motivations déclarées de certains des représentants des sociétés de gestion avant de compléter cette analyse avec nos propres résultats de recherche.

Lors de ses entretiens auprès des gérants de fonds, Desjean oriente son guide d'entretien sur la question des motivations qui ont poussé les sociétés de gestion à créer une offre de produits financiers socialement responsables. Cette interrogation émerge notamment du constat suivant. Dans la sphère financière, beaucoup de questions sont posées sur les motivations des offreurs, souvent taxés de faire du « markéthique » et sur le réel intérêt de ces produits qui connaissent un essor aussi important. Elle dégage trois grands registres d'argumentation chez les gérants :

1. Les fonds ISR ont été créés pour répondre à la demande des clients.
2. Les fonds ISR ont été créés pour anticiper la demande des clients.
3. Les fonds ISR ont été créés parce qu'ils constituent un bon outil marketing notamment par leur effet sur l'image de marque des groupes financiers qui les commercialisent.

Son analyse tourne alors sur la question de savoir si la création de ces fonds correspond, comme le suggère le premier registre argumentaire, à un réel besoin des investisseurs. La part relative faible des encours ISR en France par rapport aux encours totaux en gestion d'actifs ainsi que des remarques répétées entendues lors des entretiens sur la difficulté du décollage des encours, la conduisent alors à émettre l'hypothèse que la création des fonds socialement responsables relève plus d'une stratégie destinée à anticiper la demande des clients (captation d'une nouvelle clientèle) que de répondre à une demande déjà constituée. Ce positionnement leur permettrait en même temps d'afficher leur sensibilité pour les thèmes de l'éthique et du développement durable, thèmes, que les représentants des sociétés de gestion identifient comme étant entourés d'une réputation généralement très positive dans les espaces médiatiques et dans l'opinion publique.

---

<sup>194</sup> Desjean, F, 2004, op.cit, p149-153.

Nous partageons ici cette intuition générale qui consiste à affirmer qu'en France, l'offre de produits ISR a précédé la demande. Nous avons notamment extrait cette hypothèse de la comparaison entre la genèse et de l'émergence des marchés de l'ISR en France et aux Etats Unis<sup>195</sup>. Cette comparaison démontre que si les professionnels de la Finance aux Etats-Unis ont essentiellement répondu aux attentes d'une demande d'investisseurs portés par des convictions religieuses, morales et politiques fortes qui ont conditionné la structuration du marché de l'ISR américain autour du filtrage négatif et l'activisme actionnarial, la situation est différente en France. Les professionnels de la Finance dans l'Hexagone ont constitué au départ leur offre ISR en collaboration étroite avec l'agence d'analyse et de notation extra-financière ARESE, puis avec les syndicats mais sans qu'on puisse parler d'une demande identifiée et constituée. Toutefois nous aimerions ici nuancer cette affirmation en revenant sur les deux phases qui conditionnent la structuration de l'offre ISR en France, à savoir la période 1995-1999 et la période 2000-2002.

La période 1995-1999 est souvent désignée dans la communauté financière ISR, par le terme « temps des pionniers ». Quelques sociétés de gestion comme Meeschaert AM, Le Crédit Lyonnais AM, la Caisse des Dépôts et Consignation, Macif Gestion ou encore Ecureuil Gestion et ABF Capital Management commencent à lancer les uns après les autres les premiers produits financiers ISR.

Pour certains d'entre eux, il s'agit bien de répondre à une demande, certes isolée, mais à une demande de congrégations religieuses ou de syndicats ayant des exigences morales ou sociales précises. Sous la stimulation de cette demande, les premiers produits financiers ISR sont lancés à la fin des années 1980 et dans le courant des années 1990 mais sans être dotés encore du levier majeur de l'innovation de l'ISR à la française : la constitution d'une analyse et d'une notation extra-financière professionnelle et objective rendant possible la comparaison entre entreprises<sup>196</sup>. Or cette innovation va voir le jour grâce à la rencontre en 1997 de Geneviève Féron avec des cadres dirigeants de la Caisse des Dépôts et Consignation et des Caisses d'Epargne. Cette rencontre aboutit à la création d'ARESE, la première agence dite de « rating social et environnemental » qui malgré un modèle économique voué à la catastrophe et une légitimité proche du zéro au départ, devient l'acteur de référence de l'analyse extra-financière en France pour les entreprises et les investisseurs. La mise en place de ce dispositif de jugement sur les entreprises permet l'accélération du processus de décision

---

<sup>195</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2004, op.cit.

<sup>196</sup> Gond, J.P, 2003, op.cit.

d'une société de gestion comme Ecureuil Gestion, faisant partie d'un des plus importants groupes bancaires français les Caisses d'Epargne, qui lance en 1999, le premier produit financier socialement responsable destiné à une clientèle de particuliers. Cette période « des pionniers » est caractérisée par le fait que les créations de ces offres ISR sont portées par des acteurs très haut placés dans les hiérarchies qui sont personnellement convaincus que l'ISR correspond aux attentes de certaines clientèles et pourraient même modeler celles de certaines autres. Acheter les services d'une agence comme ARESE permet donc aux sociétés de gestion de proposer aux rares clients sensibilisés une première offre ISR tout perfectionnant les aspects extra financiers de leur process de gestion et en commençant à proposer cette innovation financière clef en mains à d'autres clientèles institutionnelles et de particuliers.

Progressivement dans les années 2000-2002, d'autres sociétés de gestion suivent le mouvement mais avec prudence et en affichant un enthousiasme très modéré pour l'ISR. Il y a des créations de produits lors de l'année 2000 notamment chez les sociétés de gestion appartenant aux grandes banques de réseaux mais sans réelle communication sur la question. Il semble bien que cela soit l'action du politique qui constitue un moment charnière dans l'itinéraire de décision des directions des sociétés de gestion. Les pouvoirs publics se manifestent par deux législations rapprochées dans le temps. La première loi concerne l'Epargne salariale. C'est la loi Fabius du 19 février 2001 qui prévoit que :

*« Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières auxquels sont affectés des fonds recueillis par des plans d'épargne entreprise, les plans interentreprises, les plans partenariaux d'épargne salariale volontaire, sont tenus de rendre compte annuellement de la mesure dans laquelle ils prennent en compte des considérations sociales, environnementales ou éthiques tant dans la sélection, la conservation et la liquidation des titres de placement composant leur portefeuille que dans l'exercice des droits attachés à la détention des titres, comme les droit de vote. » (Loi Fabius sur l'Epargne salariale, 2001)*

Par ailleurs, la loi N° 2001-624 du 17 juillet 2001 qui entérine la création du Fonds de Réserve pour les Retraites, fonds de pension public investi sur les marchés financiers, censé pallier les possibles défaillances du régime des retraites par répartition des salariés du secteur privé, a été accompagnée d'une prise en compte par le législateur des dimensions extra financières propres à l'ISR. De plus, les orientations générales du Fond de Réserve de Retraite, qui pourrait devenir à terme un des plus gros investisseurs institutionnel français (120 milliards d'euros d'encours prévu pour 2020), l'engage dans cette prise en considération de l'ISR concernant à la fois la question de la politique de placement et l'exercice du droit de vote :

*« le Fonds de réserve agit dans l'intérêt de la collectivité; [...] dans ces conditions, sa politique d'investissement doit être cohérente avec le respect d'un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré ; dans cette perspective, et dans le cadre des orientations générales de la politique de placement définies par le Conseil de surveillance, le Directoire participera activement à la promotion des meilleures pratiques visant à faciliter la prise en compte de ces valeurs par les sociétés de gestion dans l'analyse des actifs financiers et dans la transparence du gouvernement des entreprises. »*

Dans la foulée, est constitué en janvier 2002, le comité intersyndical de l'Épargne salariale qui se donne pour mission de labelliser les gammes de FCPE destinées à recueillir l'épargne salariale entrant dans le dispositif de la loi Fabius. Un cahier des charges est alors mis en place pour sélectionner les sociétés de gestion. Or ce cahier des charges comporte un volet sur la nécessité pour les sociétés de gestion d'être dotées d'une offre ISR. Par ailleurs, les représentants du CIES se positionnent assez clairement sur leurs exigences en terme de qualité des offres ISR. Ils suggèrent ainsi fortement aux sociétés de gestion de se doter d'une compétence interne en terme d'analyse extra-financière et de procéder à une diversification des sources d'information extra-financière.

La création du Fond de Réserve des Retraites, du CIES et de son appel d'offre , achève de convaincre les plus sceptiques de se lancer dans la construction d'une offre ISR qui pourrait potentiellement ramener une manne financière alors présentée comme potentiellement très juteuse<sup>197</sup>.

Toutefois, les choses se déploient assez différemment selon les groupes d'appartenance des sociétés de gestion. Dans les grandes sociétés de gestion, des groupes de travail sont constitués dans le courant des années 2001-2002 pour réfléchir à la constitution d'une offre de produits ISR conforme à l'esprit maison. Ces équipes sont composées d'analystes ISR nouvellement engagés, de gérants de portefeuilles qui gèrent les produits en question mais aussi de représentants des métiers du marketing, des relations investisseurs et très souvent de l'épargne salariale. Leur discours s'articule alors sur la question de la conquête de l'épargne salariale mais aussi sur la possibilité de séduire certaines clientèles institutionnelles avec la création de ce type de produit. Il est intéressant ici de noter que le volet de la conquête d'une clientèle de particuliers n'est pas vraiment mis en avant.

---

<sup>197</sup> Pour des références quantitatives précises sur ce l'Épargne salariale voir Inspection Générale des Finances, 2002, « Annexes au rapport sur la Finance solidaire et la Finance socialement responsable », p17-20. Les dernières estimations faites pendant l'été 2004 par le CIES lui-même et Novethic a fortement terni l'enthousiasme de départ car la mise en place pratique des gammes de FCPE labellisés dans le cadre défini par la loi Fabius se révèle être assez lent et complexe. Les encours dans les FCPE labellisés sont estimés à moins de 50 millions d'euros par le CIES et moins de 120 millions par Novethic. En ce qui concerne le fonds de Réserve des retraites, un premier appel d'offre a eu lieu en 2004 avec une prise en compte générale de la question de l'ISR. Un second appel d'offre est en cours de réalisation pour une poche ISR spécifique qui devrait concerner un encours d'au moins 600 millions d'euros.

Certains développent même un discours assez critique sur la possibilité de déployer une démarche ISR pour les particuliers<sup>198</sup>. En effet la chaîne de l'innovation financière serait trop longue. Il serait impossible d'arriver à respecter les considérations extra financières de chaque souscripteur particulier avec un produit standardisé conçu et géré par les équipes de gestion. Ces équipes n'auraient qu'une faible visibilité sur la chaîne de diffusion de l'innovation financière qui mettra un jour un conseiller clientèle en face d'un épargnant pointilleux sur ses valeurs éthiques, sociales, environnementales ou politiques et qui sera déçu par le produit proposé. La clientèle des investisseurs institutionnels pour laquelle la société de gestion peut déployer une offre sur mesure est alors naturellement désignée comme la clientèle parfaite pour ce type de produits. Chacun espère ici en son for intérieur arriver à être un des gagnants de l'appel d'offre ISR du Fonds de Réserve des Retraites qui, prévu en 2004, a été reporté à l'année 2005 voire à l'année 2006.

A côté de ces grandes et moyennes sociétés de gestion, qui progressivement commencent à s'engager en terme de moyens humains et financiers, une série d'acteurs plus modestes entre dans le champ de l'ISR pour des raisons plus ou moins convergentes mais corrélatives de ce « point de Panurge » précédemment évoqué. Les groupes de retraites et de prévoyance dont les sociétés de gestion d'actifs sont spécialisées sur l'Epargne salariale mettent en place une offre de produit ISR dans l'optique d'une future labellisation. D'autres groupes dont l'image de marque est centrée sur les valeurs de la solidarité, de la proximité avec les épargnants se retrouve aussi dans la nécessité de rejoindre le mouvement pour ne pas trop aller à l'encontre de cette image. C'est alors que d'autres sociétés de gestion entrent dans le marché de l'ISR pour suivre la tendance et ne pas se priver de l'opportunité éventuelle de bénéficier des mannes de cette nouvelle niche. Certains acteurs étrangers tentent alors de s'implanter sur le marché en raison de son dynamisme et de la possibilité de s'attirer les grâces du Fond de Réserve des Retraites.

L'itinéraire de décision des sociétés de gestion est donc certes marqué par une anticipation d'une demande potentielle doublée d'un souci marketing mais repose aussi essentiellement notamment lors du pic des années 2000-2002 sur des considérations d'ordre stratégique. Ces sociétés de gestion commencent à voir dans les dispositifs législatifs mis en place par le pouvoir politique des signes qui les persuadent de la nécessité d'être présents voire d'être des leaders dans le champ de l'ISR. Il y a donc bien plus une anticipation de la demande qu'une réponse à une demande déjà instituée mais cette anticipation ne repose pas

---

<sup>198</sup> Pour des approfondissements sur ce point, se référer aux chapitres IV.



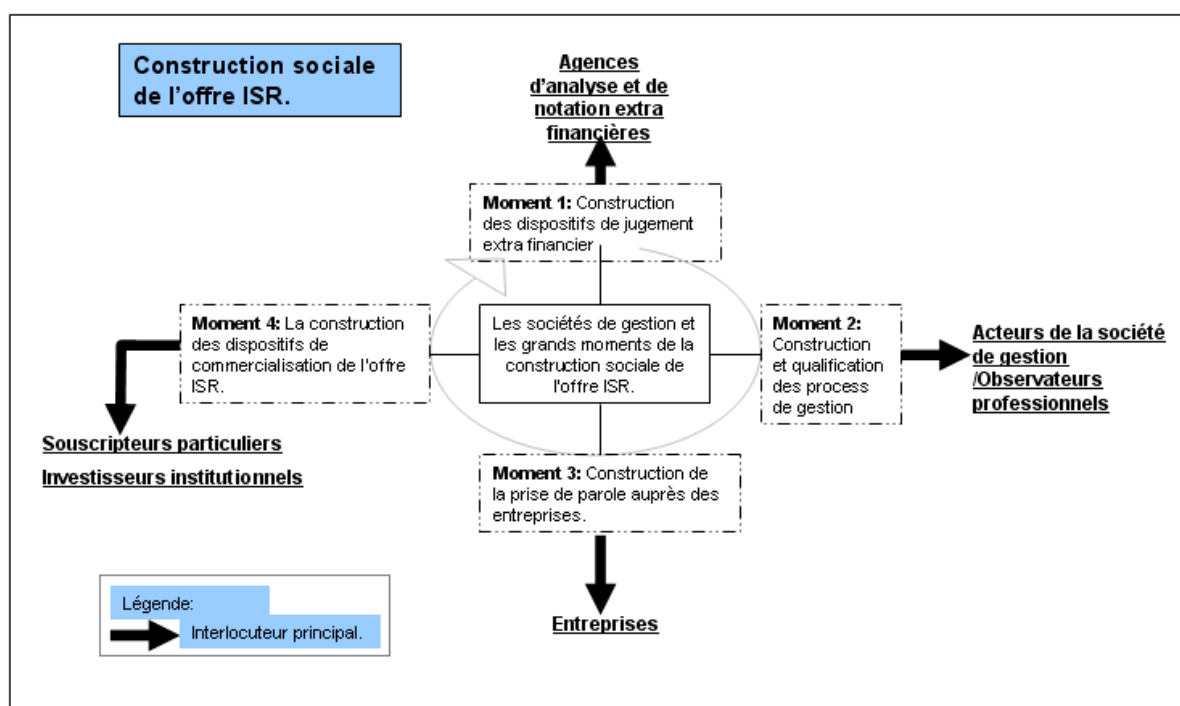
forcément sur la pari vague que la clientèle des particuliers va se rallier aux préoccupations sociétales plus larges portées par les mouvements du développement durable, de la RSE et de l'ISR mais se fonde au contraire sur le pari qui se veut rationnel et stratégique de l'émergence d'un marché de l'Epargne salariale et l'Epargne retraite institutionnelle à caractère socialement responsable.

**Enfin, même si les 28 sociétés de gestion qui ont été soumises au questionnaire sont assez différentes en terme de groupe d'appartenance, d'encours total géré, d'encours ISR géré et de date d'entrée sur le marché, il est toutefois possible de saisir des grandes lignes de rassemblement. Les grandes sociétés de gestion appartenant à des groupes bancaires multi activités (banques de réseaux, banques d'assurance) gérant plus de 100 milliards d'euros d'encours forment un groupe distinct des acteurs moyens et petits en raison de la force financière potentielle qu'elles peuvent accorder à la réussite de la mise en place et de la diffusion d'une innovation financière comme l'ISR. Les groupes de retraites et de prévoyance constituent aussi une catégorie à part. Souvent encore novices dans le métier de la gestion financière et reposant sur des modes de gestion paritaire, ils représentent des acteurs assez atypiques dans les espaces de la Finance. C'est essentiellement le secteur de l'Epargne salariale qui les intéresse alors que les autres sociétés de gestion se consacrent plutôt aux clientèles institutionnelles.**

**Toutefois malgré ces différences de caractéristiques et de positionnement, toutes les sociétés de gestion qui s'engagent dans la mise en place d'une innovation financière telle que l'ISR en France sont concernées par quatre grands moments de la construction sociale de l'offre de produits financiers socialement responsables: La construction d'une expertise en analyse et évaluation extra financière des entreprises, la construction du processus de gestion ISR à partir de cette analyse et notation RSE, la construction d'une nouvelle formes de relations aux entreprises, la construction d'un discours commercial et de dispositifs de commercialisation des OPCVM socialement responsables.**

### III) Saisir la construction sociale de l'offre ISR : itinéraire d'exploration sociologique

L'analyse de l'ensemble de ces éléments de terrain permet de dégager quatre grands moments dans la construction sociale de l'offre de produits financiers socialement responsables qui correspondent pour chaque société de gestion impliquée à une mise en relation avec certains types d'acteurs.



Le premier grand moment est la constitution de dispositifs de jugement extra-financiers sur les entreprises à l'aide du recours à des fournisseurs d'information et d'analyse extra-financière. En effet, sans ces données extra-financières qui permettent la construction des filtres extra-financiers, un fonds socialement responsable ne peut pas fonctionner. Cette construction sociale de l'information extra-financière met principalement la société de gestion en prise avec les agences d'analyse et de notation extra-financières qui sont identifiées comme les experts de l'évaluation de la responsabilité sociale de l'entreprise. Cette construction d'une expertise sur la RSE qui permet le déploiement de l'ISR est alors fortement liée à l'émergence et à la définition du métier d'analyste extra-financier. Le Chapitre IV sera l'occasion de revenir sur ce moment et sur les modalités de déploiement de cette pratique mais aussi de se questionner sur le statut de cette nouvelle forme d'information

sur les entreprises en explorant son rapport avec l'information financière à laquelle elle est systématiquement comparée.

Le deuxième grand moment de cette construction sociale est la constitution effective du process de gestion ISR, fait d'arbitrages et de choix situés qui vont aboutir à ce produit, certes immatériel, mais dont les caractéristiques principales sont fixées, c'est-à-dire le fonds ISR vendus à une clientèle de particuliers et d'investisseurs institutionnels. Comment construire un processus de gestion socialement responsable à partir de l'analyse et la notation extra-financières en articulant à la fois exigences financières et extra-financières? Dans de nombreux cas, la société de gestion fait le choix de créer un filtre ISR qui lui permet de passer au crible les valeurs d'entreprises. Ici encore se posent une série d'interrogations. Quel filtre choisir ? Un filtre développement durable, un filtre mettant l'accent sur les questions sociales ou environnementales? Que faire des entreprises qui ne répondent pas aux exigences du filtre mis en place ? Les exclure de l'univers d'investissement, leur donner un poids moindre dans le portefeuille ? Comment concilier les exigences de performance financières et celles du respect des principes de la RSE et du développement durable ? Comment s'assurer que tous les acteurs concernés dans la société de gestion par la construction sociale de ces produits adhèrent au projet de cette construction et en respectent les règles édictées ? Cette série d'interrogations met essentiellement les sociétés de gestion en prise avec elles-mêmes, car c'est au sein de ces organisations que ces questions vont être réglées et selon des modalités très différentes comme nous le verrons dans le chapitre V. La construction de la légitimité et de la crédibilité des sociétés de gestion sur l'ISR dépendant fortement de la structuration finale des produit financiers ISR, nous verrons ici comment les médias mais aussi les structures d'information et de recherche professionnelles et universitaires sur l'ISR jouent ici un rôle de qualification de ces fonds ISR mis sur le marché de la gestion d'actifs.

Le troisième grand moment auquel est confronté un offreur ISR est le déploiement d'une prise de parole plus directe auprès des entreprises pour les pousser à entendre les préoccupations des investisseurs socialement responsables que sont censés représenter les sociétés de gestion. Comme nous l'avons constaté dans le chapitre I dans le cas de figure américain, cette prise de parole passe à priori par une combinaison entre dialogue avec les entreprises et utilisation des droits de vote en assemblée générale d'actionnaires. Nous verrons ici que cette relation aux entreprises qui devrait passer par la mise sous pression est considérablement réinterprétée par les acteurs de l'ISR en France en opérant notamment une comparaison interculturelle avec les Etats-Unis.

Le quatrième et dernier grand moment de la construction sociale d'une offre de produits financiers socialement responsables est le temps de la commercialisation de ces produits. Cette question de la commercialisation met alors les sociétés de gestion aux prises avec leurs clientèles, qu'il s'agisse d'une clientèle de particuliers ou d'investisseurs institutionnels. Nous partirons ici de ce qui a pu se mettre en place en terme d'efforts de commercialisation pour aborder les tensions assez fortes et les controverses dans un champ où l'offre peine à convaincre une demande dont nous tenterons d'explorer la diversité. Et c'est sur cette demande, notamment celle des investisseurs institutionnels sur laquelle nous nous arrêterons finalement dans le dernier chapitre afin de saisir son impact naissant sur la structuration future de l'offre ISR en France. Si les sociétés de gestion qui sont l'objet principal d'enquête de cette recherche ont jusqu'ici fortement modelé en collaboration notamment avec les fournisseurs d'informations extra-financières les contours du champ de l'ISR, nous explorerons dans ce chapitre l'hypothèse de la montée de l'influence des investisseurs institutionnels sur la structuration future de ce champ.



## **Chapitre IV: La construction de dispositifs de jugements extra-financiers sur les entreprises**

En France, les fonds financiers socialement responsables sont des fonds qui fonctionnent principalement sur la pratique du filtrage. Les sociétés de gestion doivent donc être capables d'exclure ou d'inclure des entreprises du portefeuille d'actifs financiers de leurs fonds ISR. Pour pouvoir être à même de procéder à cet acte de sélection sur des critères extra-financiers, il faut être dans la capacité d'avoir accès à des éléments d'informations sur les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance d'entreprise et de comparer ces éléments d'information entre eux. L'ensemble des acteurs sur les places financières mondiales qui ont commencé et commencent à pratiquer de l'ISR, ont été et sont encore dans l'obligation de construire ou de participer à la construction de cette expertise extra-financière sur les entreprises qui s'intéressent peu ou prou à tous les éléments que l'analyse financière ne prend pas en compte.

Deux traditions se côtoient en Europe se combinant de manière différente selon les différents pays. En Angleterre, des agences d'analyse et de notation extra-financières<sup>199</sup> indépendantes se sont d'abord constituées avant que certaines sociétés de gestion décident en partie d'internaliser la recherche extra-financière tout en s'appuyant sur différentes sources d'information indépendantes. En Scandinavie et en Suisse, se sont les sociétés de gestion d'actifs qui se sont d'abord lancées sur l'activité avant que des agences indépendantes voient le jour. En France, la situation est intermédiaire, les sociétés de gestion se reposent principalement sur l'expertise des agences d'analyse et de notation extra-financières. Cependant elles tentent progressivement de diversifier leurs sources et commencent à constituer une expertise extra-financière en interne. C'est sur ces deux dimensions- le recours aux agences d'analyse et de notation et la constitution d'une expertise en interne- que nous reviendrons dans ce chapitre.

La partie I sera consacrée aux agences d'analyse et de notation. Nous partirons des résultats de l'enquête consolidée 2004 sur le panel des 28 sociétés de gestion pour décrire

---

<sup>199</sup> Par convention, nous adopterons dans le mémoire le terme d'agences d'analyse et de notation extra-financières pour désigner les structures ont mis en place ces dernières des dispositifs de jugements extra-financiers sur les entreprises qu'elles vendent aux investisseurs. Il est aussi question dans la littérature d'agences de notation extra-financière ou encore d'organismes d'analyse sociétale, terme notamment employé par l'ORSE (Observatoire pour la responsabilité sociale de l'entreprise).

leurs pratiques en la matière. Ce premier exposé nous permettra de rentrer plus en avant dans ce sous-champ de l'ISR. Finalement, nous tenterons à travers des études portant spécifiquement sur les agences d'analyse et de notation extra-financières<sup>200</sup> et une analyse thématique de entretiens menés avec deux analystes ISR travaillant en agences, de mieux saisir les contours de ce nouveau métier.

Dans la partie II, nous quitterons le monde des agences, pour revenir au cœur des sociétés de gestion. A partir de l'enquête consolidée, il s'agira de décrire les grandes orientations de la construction d'une expertise extra-financière en interne. Ce sera l'occasion ici de constater la création en France d'un nouveau métier dans les sociétés de gestion, celui d'analyste ISR buy side<sup>201</sup>. Est-ce qu'il s'agit du même métier que celui pratiqué en agence ? Comment ce nouveau métier s'articule aux fonctions classiques dans la gestion d'actifs d'analyste financier buy side et de gérant ? Comment les courtiers qui sont comme nous l'avons vu dans le chapitre II les interlocuteurs principaux des sociétés de gestion d'actifs sur l'analyse financière se positionnent par rapport à ce nouveau métier de l'analyse extra-financière ? Nous explorons toutes ces questions grâce à l'enquête par questionnaire mais aussi par les résultats tirés de l'observation participante et de l'analyse thématique des entretiens avec deux analystes ISR buy side.

Dans une partie III, nous partirons des divers constats que nous avons pu tirer des deux premières parties pour revenir sur les grandes interrogations et controverses qui traversent à l'échelle européenne et internationale la constitution de cette expertise extra-financière sur les entreprises. Trois questions guideront ici la réflexion :

---

<sup>200</sup> Gond, J-P, 2003, *La construction sociale de la responsabilité sociale de l'entreprise, Etude du cas Arese*, Mémoire de maîtrise de sociologie, Université Toulouse II.

Alberola, E, 2004, *Informations extra-financières et marchés des capitaux : enjeux et perspectives pour les entreprises*, Thèse du Mastère HEC Développement durable, sous la direction de Bernard Marois

ORSE, 2005, Guide des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

<sup>201</sup> Nous employons ici par convention dans le mémoire le terme d'analyste ISR pour désigner les salariés vont avoir comme fonction principale la production d'un jugement extra-financier sur les entreprises. Ces salariés sont aussi souvent désignés dans le champ par le terme d'analyste extra-financier. L'ensemble de ces termes s'est constitué en général par un mécanisme de captation sémantique du champ de l'analyse financière. Par analogie avec les termes utilisés dans les métiers de l'industrie financière, le terme *d'analyste ISR buy side* désigne ici les analystes ISR travaillant directement pour le compte des sociétés de gestion.

**-Quelle(s) place(s) pour ces nouveaux métiers de l'analyse et la notation extra-financière dans les espaces de la Finance et plus particulièrement dans le champ de la production de l'information financière ?**

**-Peut-on parler d'une harmonisation à l'échelle internationale de cette recherche extra-financière sur les entreprises construite pour les investisseurs ISR?**

**-Au-delà de l'utilisation de cette recherche extra-financière par les investisseurs ISR, en quoi est-elle utile et contribue-t-elle à la normalisation internationale du travail sur les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance ?**

## **I) Le recours aux agences d'analyse et de notation extra-financières**

### **1) Présentation et analyse des résultats de l'enquête consolidée**

#### **A) Modalités pratiques de la collaboration entre les sociétés de gestion et les agences d'analyse et de notation extra-financières**

Les sociétés de gestion sont dans une relation marchande avec les agences d'analyse et de notation extra-financières. Elles sont les clientes d'un service d'analyse et de notation extra-financière fourni par les agences. Ce service se présente généralement sous la forme d'un abonnement annuel à une base de données extra-financières. Les prix augmentent selon le degré d'exhaustivité et de précision d'analyse que souhaite avoir la société de gestion. Selon les agences et les services proposés, les prix oscillent entre 20.000 et 200.000 euros l'année. L'acquisition de ces services permet aux sociétés de gestion d'avoir accès à une opinion jugée comme experte sur les comportements des entreprises sur les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernement d'entreprise. Les sociétés de gestion peuvent alors, soit en se fondant uniquement sur cette opinion ou en l'approfondissant en interne, opérer une sélection extra-financière des entreprises sur lesquelles elles souhaitent investir.



Si les agences proposent toutes aux sociétés de gestion des méthodologies différentes qui s'accompagnent d'un panel de services plus ou moins développé, il est possible ici de décrire à gros trait ce qui s'échange entre les sociétés de gestion et ces structures. L'échange se cristallise sur l'achat d'une base de données informatique. Ces bases de données informatiques proposées par les agences sont plus ou moins perfectionnées technologiquement et plus ou moins adaptables aux souhaits de chaque agence.

Elles contiennent généralement des fiches qualitatives sur les entreprises offrant une description extra-financière de la société en question et un fichier comparatif d'évaluation des entreprises. Le système d'évaluation peut donner accès à une note générale pour chaque entreprise et éventuellement à une note pour chaque sous critère ou encore à une sélection des entreprises qui remplissent les exigences extra-financières de l'agence dont sont exclues les entreprises qui ne les remplissent pas. Dans le premier cas, il s'agit de donner accès à un « ranking » des entreprises, dans le second cas, l'agence procède à un filtrage. Certaines agences offrent des bases de données encore plus souples : la société de gestion peut créer son propre profil en choisissant ces critères d'évaluation et leur pondérations respectives.

Ces fiches descriptives, ces évaluations, ces données que les acteurs des sociétés de gestion consultent via des logiciels informatiques sont produites par les analystes ISR employés par ces agences d'analyse et de notation extra-financières. Ces derniers, quel que soit l'organisation du travail mis en place par leur employeur, sont porteurs d'une expertise extra-financière sur les entreprises qu'ils sont en charge d'analyser, d'évaluer et parfois de noter. Les sociétés de gestion sont en relations avec les organismes qui emploient ces analystes.

Dans l'enquête par questionnaire, nous avons essayé d'obtenir des éléments et de qualifier cette relation qui unit les sociétés de gestion à leurs fournisseurs d'analyse et de notation extra-financières. Il nous a semblé intéressant de saisir la fréquence de ces échanges et les différentes formes qu'ils pouvaient prendre. Nous avons, en nous fondant ici sur la première enquête exploratoire et l'observation participante, proposé plusieurs items aux sociétés de gestion interrogées<sup>202</sup>.

Les sociétés de gestion déclarent à 84% être en contact avec leurs fournisseurs d'évaluation extra-financière au moins une fois par mois :

---

<sup>202</sup> Les sociétés de gestion pouvaient choisir plusieurs items si elles le souhaitaient.

| Fréquence des contacts avec agences EF | Plus d' 1 fois par semaine | 1 fois par semaine | 1 fois par quinzaine | 1 fois par mois | 1 fois par trimestre | Autre | NSP |
|----------------------------------------|----------------------------|--------------------|----------------------|-----------------|----------------------|-------|-----|
| % (plusieurs items possibles)          | 21%                        | 4%                 | 39%                  | 36%             | 4%                   | 4%    | 4%  |

Tableau 7 Enquête terrain : Répartition en % des contacts avec les agences par SG

La fréquence qui récolte le plus de suffrage est celle d'une fois tous les quinze jours, cet item étant choisi par 39% des 28 sociétés de gestion enquêtées. 36% déclarent être entre contact avec leurs fournisseurs une fois par mois, 21% plus d'une fois par semaine et 4% une fois par semaine. Seulement une société de gestion, SG 23 déclare être en contact une fois par trimestre avec ses fournisseurs. SG 23 opte aussi pour l'item « Autre ». En effet, le répondant précise que si les membres de la société de gestion sont en contact officiel tous les trimestres avec ses fournisseurs, elle les contacte ponctuellement « en cas de question ou de problèmes » sur l'évaluation extra-financière faite par l'agence.

Qualifier la fréquence des contacts est utile. Toutefois, pour être vraiment pertinente, cette information doit être complétée par une qualification de ce type de contacts. En effet un échange de mail n'équivaut pas exactement à une réunion de trois heures. Comme pour la question sur la fréquence, plusieurs items étaient proposés aux sociétés de gestion. Elles pouvaient en choisir plusieurs.

| Modalités les plus fréquentes des échanges avec l(es) agence(s) EF | E-mail | Téléphone | Rencontres individuelles avec analyste(s) ISR des agences | Réunions ponctuelles de formation des équipes de gestion | Présence ponctuelle du fournisseur au comité de pilotage du fonds | Autre | NSP |
|--------------------------------------------------------------------|--------|-----------|-----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-------|-----|
| %(plusieurs items possibles)                                       | 89%    | 86%       | 54%                                                       | 21%                                                      | 18%                                                               | 0%    | 7%  |

Tableau 8 ET: Répartition en % des modalités d'échanges avec les agences par SG

Le mode de contact le plus plébiscité est celui de l'e-mail qui est utilisé par 89% des sociétés de gestion. A la suite, vient le téléphone qui est utilisé par 86% des sociétés de gestion répondantes. Il faut souligner ici que l'accès téléphonique direct aux analystes ISR est vendu par certaines agences comme un service payant. Cependant, ici, qu'il s'agisse de l'e-mail ou du téléphone rien ne permet de spécifier quels sont les interlocuteurs précis de la société de gestion qui peuvent être tout aussi bien les analystes ISR que les équipes commerciales travaillant pour le fournisseur d'information extra-financière.

L'utilisation de ces deux modes de communication peut expliquer la fréquence assez élevée des contacts déclarée entre sociétés de gestion et agences. Les agences peuvent par

exemple envoyer à leurs abonnés des informations extra-financières ponctuelles ou les appeler pour les informer de tels ou tels changements dans la méthodologie et l'évaluation des entreprises. Les sociétés de gestion peuvent considérer cet échange d'information comme une modalité de contacts.

Le troisième mode de contact déclaré le plus fréquent est la rencontre individualisée des membres de la société de gestion avec les analystes ISR de l'agence. Dans ces réunions, plusieurs types d'éléments sont abordés. Les analystes ISR, parfois accompagnés des équipes commerciales, qui font le plus souvent la liaison entre eux et les sociétés de gestion, peuvent présenter les avancées de leur méthodologie d'expertise extra-financière mais aussi faire des exposés sur les avancées d'un secteur d'activité précis sur telle ou telle problématique extra-financière. Les sociétés de gestion, dotées d'une expertise en interne sont souvent les plus demandeuses de ce type de relations. Elles leur permettent d'échanger des points de vue avec des spécialistes de l'information extra-financière. Par ailleurs, les premières sociétés de gestion à avoir lancé des produits ISR sur le marché français attribuent une forte valeur ajoutée à ces rencontres car ce mode de relations est relié aux premiers pas de l'ISR en France. En effet, la jeune équipe d'ARESE multipliait ce type de rencontres avec les sociétés de gestion. Elles étaient menées dans une perspective de collaboration et de co-construction de l'expertise extra-financière dont à la fois l'agence ARESE et les sociétés de gestion faisaient l'apprentissage. Aujourd'hui, d'après le témoignage des acteurs, ces réunions sont beaucoup moins fréquentes, moins spontanées et peut-être surtout moins gratuites.

Les agences peuvent aussi jouer un rôle de formation auprès des équipes de gestion d'actifs. Certaines équipes en interne dans les sociétés de gestion doivent être au fait de cette méthodologie et de l'organisation de l'information fournie par l'agence. Mais les formations peuvent aussi plus porter sur le contenu. Certaines sociétés de gestion font former par exemple leurs équipes d'analystes financiers sectoriels aux grandes thématiques extra-financières pour permettre en interne le développement d'une sensibilité socialement responsable sur les entreprises. Les équipes dédiées ISR internes peuvent aussi suivre ce genre de formation. Toutefois cette modalité de contact, qui elle aussi n'est pas gratuite, concerne seulement 21% du panel. Ce sont essentiellement les sociétés de gestion, avec des moyens financiers relativement conséquents, qui mettent en avant ce type de pratique.

Finalement les contacts avec les agences peuvent aussi se faire à travers la tenue d'un comité de pilotage chargé de superviser l'orientation ISR de certains fonds ISR offerts sur le marché français. Cette option concerne 18% du panel interrogé. En effet, les premiers offreurs français à avoir créé des produits financiers ISR l'ont fait pour répondre aux

demandes de certains investisseurs religieux ou du monde syndical et associatif. Ils ont donc mis en place des comités de pilotage dont l'objectif était de discuter des orientations socialement responsables pris par le fonds. Cet exemple a été suivi plus tard par d'autres offreurs, qui n'avaient pas forcément une clientèle d'investisseurs institutionnels soucieuse d'être associée à la réflexion sur les dimensions extra-financières de la démarche de gestion. Dans ce cas de figure, les comités de pilotage sont généralement composés de représentants de la société de gestion et d'individus considérés par la société de gestion comme des experts du champ de l'ISR, de la RSE et du développement durable<sup>203</sup> et plus rarement d'investisseurs particuliers. Ces comités de pilotage sont l'occasion pour les sociétés de gestion de faire venir des intervenants extérieurs comme les représentants des entreprises et des agences extra-financières. Les analystes ISR viennent alors présenter aux investisseurs et aux experts réunis pour l'occasion les dernières avancées méthodologiques ou des contenus d'analyse.

La relation clients-fournisseurs qui unit les sociétés de gestion aux agences apparaît donc comme une relation fondée sur une forte fréquence des échanges, échanges qui peuvent se déployer sous des modalités assez diversifiées correspondant à des degrés de formalisme plus ou moins fort.

### **B) Place centrale de Vigeo et prédominance du recours à une seule agence**

Après avoir essayé de définir le type de relations entre sociétés de gestion et agences d'analyse et de notation extra-financières ainsi que les modalités pratiques de ces échanges, il convient de s'intéresser à l'identité des agences les plus utilisées par les sociétés de gestion.

Sur le panel des 28 sociétés de gestion sur lesquelles porte l'enquête, l'agence française Vigeo anciennement ARESE représente la principale source d'évaluation extra-financière pour les offreurs commercialisant des produits ISR sur le marché français :

| Noms Agences                      | Vigeo | Innovest | Eiris | Core Ratings UK | Siri Company | SAM | Ethibel/SAS | KLD | Deminor |
|-----------------------------------|-------|----------|-------|-----------------|--------------|-----|-------------|-----|---------|
| % SG ayant recours à cette agence | 78%   | 14%      | 14%   | 11%             | 11%          | 7%  | 7%          | 7%  | 3%      |

Tableau 9 ET: Recours % des sociétés de gestion aux différentes agences

<sup>203</sup> Voir chapitre I pour des éléments sur la RSE et le développement durable

En effet, 78% des sociétés de gestion interrogées déclarent utiliser l'expertise de Vigeo. En seconde position on retrouve Eiris, une agence implantée principalement en Angleterre et Innovest une agence d'origine américaine qui possède un bureau de représentation à Paris. Ces deux agences sont utilisées par 14% du panel. Core Ratings, agence anglaise créée en 2002 et SIRI Company, réseau européen d'agences implantées dans différents pays sont, selon le déclaratif des enquêtés, sollicités par 11% des sociétés de gestion. Puis viennent SAM, agence suisse, Ethibel, agence belge, KLD agence américaine dont les prestations ont été choisies par 7% de l'échantillon. Finalement, une société de gestion a recours à l'expertise de Deminor, agence d'origine néerlandaise spécialisée sur le gouvernement d'entreprise.

Vigeo, créée en 2002, occupe une position prédominante en France sur le marché de l'expertise extra-financière à destination des investisseurs. Cette agence a récupéré la clientèle d'ARESE, la première agence de ce type qui s'est créée en France en 1997.

Celle-ci à l'époque a été la première à offrir une couverture d'entreprises et une méthodologie de recherche correspondant précisément aux besoins des sociétés de gestion françaises<sup>204</sup>. Celles-ci ont donc massivement utilisé ses services avant de s'intéresser à d'autres alternatives. Ainsi à l'exception de SG 2, la totalité des offreurs d'origine française étudiés ont recours au service de Vigeo. Les offreurs d'origine étrangère belges, suisses ou anglais y ont plus rarement recours. Ils s'adressent généralement aux agences de leur propre pays, aux agences nord-américaines ou encore aux agences à vocation européenne. Nous reviendrons plus en détail sur les spécificités de ces différentes agences dans une prochaine partie.

Si les sociétés de gestion déclarent à 57% n'avoir recours qu'à une seule agence, elles sont de plus en plus nombreuses à procéder à une diversification de leurs sources d'informations.

| Nombre d'agences utilisées | 1   | 2   | 3   | 4  |
|----------------------------|-----|-----|-----|----|
| % par SG                   | 57% | 28% | 11% | 4% |

Tableau 10 ET: Nombre d'agences utilisées par SG

<sup>204</sup> Gond, J.P, 2003, op.cit.

Giamporcaro-Saunière, S, 2004, op.cit

Elles sont 28% à utiliser deux agences et 11% à en utiliser trois. Une société de gestion déclare utiliser quatre agences. Le recours aux services de ces différentes agences ayant un coût non négligeable, ce sont essentiellement les sociétés de gestion possédant des moyens financiers globaux conséquents et une volonté stratégique de développer l'activité ISR qui ont fait les premières le pas de la diversification des sources d'informations. Cependant, petit à petit, même des sociétés de gestion aux moyens financiers plus modestes, mais pour qui l'ISR occupe une place importante, entament cette diversification en passant du recours de une à deux agences. Cette tendance a été particulièrement prononcée en 2004<sup>205</sup>.

Les sociétés de gestion n'utilisent pas l'analyse des agences de manière exactement similaire. Certaines sociétés de gestion, essentiellement d'origine étrangère, font, à une époque le choix d'utiliser séparément les sources d'évaluation extra-financière. Par exemple, l'expertise de Vigeo est utilisée pour un fonds alors que l'expertise de telle ou telle autre agence est mobilisée pour un autre distribué par la même société de gestion. Une autre voie est d'utiliser l'expertise de plusieurs agences pour un même fonds mais en faisant l'hypothèse qu'une agence est plus à même de donner des éléments de qualité sur les dimensions sociales, l'autre sur les dimensions environnementales et l'autre sur le gouvernement d'entreprise. La troisième modalité, à priori la plus complexe, est pour un même fonds, de recouper l'expertise de plusieurs agences sur l'ensemble des dimensions pour pouvoir croiser au maximum les informations et détecter les cas contradictoires. Par exemple, l'agence X peut très bien noter l'entreprise Z sur l'environnement alors que l'agence Y va être beaucoup plus sévère dans son analyse et son évaluation finale de l'entreprise. Plus les sources sont multiples, plus la probabilité de voir émerger des cas contradictoires est forte. Si la société de gestion fait ce choix d'utilisation de l'expertise extra-financière de ces structures, il lui est alors mécaniquement nécessaire de pouvoir arbitrer en interne entre ces différents cas contradictoires.

Les relations entretenues par les sociétés de gestion et les agences sont assez complexes notamment en raison de la situation quasi-monopolistique de Vigeo sur le marché français de l'expertise extra-financière. Certaines sociétés de gestion ne sont pas très à l'aise vis-à-vis de leur condition de « captivité » vis-à-vis de l'agence française qui a connu des transformations considérables. Les équipes d'analystes ont considérablement changé ainsi que les équipes commerciales et de direction. La méthodologie a subi de nombreuses

---

<sup>205</sup> Novethic, 2004, *L'indicateur Novethic, le baromètre de l'investissement socialement responsable*, 4ème trimestre 2004

transformations et les tarifs ont considérablement augmenté en raison de la nécessité d'assurer la santé économique de l'entreprise.

Plus généralement, les sociétés de gestion, en clientes très pointilleuses, sont parfois critiques sur les analyses fournies par ce groupe d'acteurs qui ne seraient pas assez exhaustives ou réactualisées. Beaucoup s'interrogent aussi sur la viabilité du modèle économique de ces agences, organisations encore très jeunes, constituées simultanément à l'émergence du marché de l'ISR.

Par ailleurs, certaines sociétés de gestion ont tendance à remettre en question le statut « d'expertes toutes puissantes » sur les questions extra-financières que seraient tentées de s'attribuer les agences. Certaines revendiquent ainsi leur propre capacité interne à être détenteur d'une expertise ISR propre, le travail des agences ne constituant qu'une source parmi d'autres leur permettant de construire cette expertise. Même si de nombreuses sociétés de gestion continuent à s'appuyer très fortement sur l'expertise des agences, elles sont de plus en plus nombreuses à tenter de se doter d'une expertise extra-financière en interne. En effet, et notamment sous l'action conjointe de certaines sociétés de gestion, du CIES<sup>206</sup> et d'observateurs spécialisés comme Novethic, la diversification accrue des sources et l'internalisation de l'expertise extra-financière sont devenues les deux modalités pratiques vers lesquelles les sociétés de gestion affirment officiellement tendre.

Toutefois avant de revenir sur cette dimension de l'internalisation de la recherche, nous allons revenir sur les agences d'analyse et de notation extra-financières qui, à la fin 2004, demeurent les principaux fournisseurs d'information extra-financière des sociétés de gestion.

---

<sup>206</sup> Comité Intersyndical de l'Epargne salariale

## **2) Les agences d'analyse et de notation extra-financières : caractéristiques générales et spécificités des organismes actifs sur le marché français**<sup>207</sup>

Dans cette partie, nous évoquerons dans un premier temps les caractéristiques générales des agences avant de nous livrer à une petite étude comparative sur les structures qui sont présentes sur le marché français de l'offre de fonds ISR.

### **A) Les agences d'analyse et de notation extra-financières dans le monde**

Les agences d'analyse et de notation extra-financières occupent un rôle majeur dans la construction de l'expertise extra-financière des sociétés de gestion désireuses de mettre en place une offre de produits ISR. Elles jouent, en partie, un rôle d'intermédiaires entre les entreprises qu'elles évaluent et les sociétés de gestion auxquelles elles vendent cette évaluation.

En 2004, Alberola dénombre 34 agences indépendantes. La majorité de ces agences ont été conçues dans les années 1990. Le premier marché à avoir émergé est le nord-américain puisque c'est sur ce continent que les premières formes d'ISR ont vu le jour. Le marché nord américain s'est développé progressivement. En 2003, huit agences d'analyse et de notation extra-financières, ayant aussi des activités de gestionnaire de fonds sont recensées en Amérique du Nord dont deux au Canada. KLD et Innovest en font partie.

En Europe, l'apparition de ce type d'organisme est plus récente et a connu une forte accélération dans les années 1999-2001. En 2004, 29 agences d'analyse et de notation extra-financières sont identifiées. Dans tous les pays européens, des agences ont vu le jour. Elles tiennent alors souvent leurs marchés nationaux et tentent pour certaines de se développer dans les autres pays européens et à l'international.

En Asie, en Australie et en Afrique du Sud, des organismes affirment réaliser de la recherche et de la notation extra-financière pour le compte d'investisseurs. Au Japon où les

---

<sup>207</sup> Pour cette partie, nous nous appuyons sur deux sources principales : Alberola, E, 2004, *Informations extra-financières et marchés des capitaux : enjeux et perspectives pour les entreprises*, Thèse du Mastère HEC Développement durable, sous la direction de Bernard Marois  
ORSE, 2005, Guide des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)  
Le guide de l'ORSE a été rédigé par Alberola. Il est principalement destiné aux entreprises qui souhaitent sélectionner les agences d'analyse et de notation extra-financière à qui elles souhaitent répondre. Les fiches descriptives sont en ligne sur le site de l'ORSE. La partie introductive générale devrait faire l'objet d'une publication papier dans les mois à venir. Ces deux recherches s'appuient sur l'organisation d'un groupe de travail de l'ORSE sur l'évaluation extra-financière lors de l'année 2004-2005 et la passation d'un questionnaire auprès de l'ensemble des agences d'analyse et de notation extra-financières présentes dans le monde.



préoccupations environnementales dominant, deux agences se répartissent le marché<sup>208</sup>. En Australie, deux agences<sup>209</sup> se partagent aussi un marché en pleine croissance<sup>210</sup>. En Afrique du Sud, depuis 2002, une agence<sup>211</sup> a mis en place ce type de service.

Depuis son émergence, le marché mondial de l'analyse et de la notation extra-financières se développe toujours. Le nombre d'acteurs présents est élevé. De nombreux observateurs s'interrogent sur l'évolution de ce marché. Les espaces de la Finance, comme nous l'avons dans le chapitre II, se caractérisent par des situations d'oligopoles et notamment sur l'industrie de l'information financière. Certains se demandent alors si le marché de l'analyse extra-financière va suivre ce modèle avec l'établissement d'une prédominance de quelques acteurs internationaux implantés dans l'ensemble des régions du monde où si la situation actuelle, celle de l'éclatement régional va perdurer.

En France, comme dans la plupart des pays européens, le marché de l'analyse et de la notation extra-financières à destination des investisseurs est principalement tenu par un acteur, Vigeo. Cette structure est mobilisée par plus de 70% des offreurs de fonds ISR en France et par la quasi-totalité des offreurs français.

Vigeo, créée, pendant l'été 2002 par Nicole Notat, a hérité de la clientèle d'investisseurs que l'agence ARESE, première structure française de ce type, avait rapidement rassemblée. La passation de l'activité ne s'est pas faite sans heurt car la directrice de l'époque Geneviève Féron ne tenait pas à quitter la direction pour céder sa place à Nicole Notat. En effet, lors de l'année 2002, Nicole Notat, qui quitte la direction de la CFDT, fait savoir autour d'elle qu'elle souhaite s'investir dans ce champ et qu'elle a l'ambition de donner une dimension européenne à son projet. Petit à petit, à travers ses appuis politiques et entrepreneuriaux, elle arrive sans mal à convaincre de nombreux décideurs de la validité de son projet d'agence de recherche et d'évaluation extra financière. Les Caisses d'Epargnes (actionnaire majoritaire) et la Caisse des Dépôts et Consignations, qui voient peut-être s'accumuler les critiques autour de la réputation d'ARESE, mais aussi plus prosaïquement qui ne sont plus du tout persuadés de sa viabilité économique décident de confier la direction de cette société à Nicole Notat dont le poids politique et syndical est loin d'être négligeable. La nouvelle fait grand bruit dans le petit milieu de l'offre de placements socialement

---

<sup>208</sup> The Good Bankers et Integrex

<sup>209</sup> Caer et SIRIS

<sup>210</sup> Le nombre de fonds a augmenté en Australie de plus de 35% en 2001 et 2003. Quant aux encours, ils ont augmenté de 625%. Source, Alberola, E, 2004, op.cit, p37.

<sup>211</sup> Sustainability Research and Intelligence

responsables et la presse financière et spécialisée se fait largement écho de ce qui est présenté comme le combat de deux femmes : Nicole Notat et Geneviève Férone<sup>212</sup>. En effet, Geneviève Férone, après une première phase de stupeur, s'engouffre en réponse à l'attaque menée par Vigeo et les anciens actionnaires d'ARESE dans un nouveau projet « Core Ratings » à la dimension franco-anglaise financé par Marc Ladreit de Lacharrière, un industriel, patron de la société Fimalac que le projet de Nicole Notat n'a pas convaincu. Ce projet crée un certain nombre d'attentes dans la communauté ISR car Fimalac est aussi le propriétaire de Fitch Ratings, la troisième agence mondiale de notation financière après Moodys et Standards and Poors. L'implication de Fimalac dans l'analyse extra-financière est alors interprétée par de nombreux observateurs et acteurs comme les prémises du rapprochement entre notation financière et notation extra-financière.

Pour ces deux structures, Vigeo et Core Ratings, l'année 2003 entérine la mise en place de nouvelles équipes de travail et de nouvelles méthodes de recherche et d'évaluation. En ce qui concerne les ressources humaines, la majorité des troupes viennent d'ARESE : une partie suit Geneviève Férone sur Core Ratings alors que les autres suivent Nicole Notat sur Vigeo. Ces mutations fortes et rapides vont par ailleurs entraîner la mise en avant d'une nouvelle pratique, la notation dite sollicitée en opposition à la notation dite indépendante vendue aux investisseurs. Cette notation sollicitée se voit attribuer l'objectif d'élargir le spectre de la clientèle des agences de notation. En effet, cette notation à la différence de la notation dite déclarative, est demandée et payée par les entreprises. Elle se rapproche plus du modèle de l'audit.

Passée la première réaction de surprise devant ce soudain revirement de situation et confrontées à ces multiples et parfois contradictoires déclarations d'intention, les sociétés de gestion, qui ont déjà mis en place leur offre ISR, jouent la carte de la prudence en ce qui concerne le choix d'un fournisseur d'information extra financière. Ayant, pour la majorité, conclu des contrats avec ARESE, ils choisissent de continuer de travailler avec Vigeo qui a récupéré sa clientèle d'investisseurs.

Depuis de nouveaux changements sont intervenus. L'activité de Core Ratings se scinde en deux lors de la fin 2004. En mai 2004, le cabinet de conseil BMJ rachète Core Ratings France, Fimalac restant actionnaire à hauteur de 34% de la nouvelle entité qui prend le nom de BMJ Core Ratings. Cette entité se spécialise sur la notation sollicitée des

---

<sup>212</sup> Lion, V, 2003, « Nicole Notat, ma petite entreprise », Les échos, 01/05/2003.  
Environnement et Stratégie, 2003, « Le défi de Core Ratings », 2 mai 2003.  
Libération, « Duel de dames sur la notation sociale », 14/10/02

entreprises et le service aux collectivités locales. Le premier octobre 2004, Core Ratings UK est racheté par Det Norske Veritas une société norvégienne présente dans 140 pays et proposant un large éventail de services dans les domaines suivants : certification, évaluation de conformité, conseil et formation spécialisé dans la gestion qualité. Core Ratings UK continue de faire de la notation indépendante mais semble avoir recentré son cœur de métier sur la notation sollicitée des entreprises, plus proche du cœur de métier de son nouvel actionnaire. Les prévisions pariant sur le rapprochement inéluctable de la notation financière et de la notation extra-financière perdent alors considérablement de leur vigueur.

Vigeo n'est alors plus directement concurrencée que par des agences d'origine étrangère qui tentent de se positionner sur le marché français : Innovest, EIRIS, Core Ratings UK, Siri Company, SAM, Ethibel/Stock at Stake. Elles profitent notamment de la tendance à la diversification des sources décrite plus haut. Vigeo, qui n'a jamais caché sa volonté de devenir le leader européen de l'analyse et de la notation extra-financières, rachète en juin 2005<sup>213</sup>, Ethibel et sa filiale à but lucratif, Stock at Stake. Ce rachat peut être considéré à l'échelle de l'ISR européen comme le premier pas significatif vers l'émergence d'un leader paneuropéen. Quelques mois après à l'automne 2005, Innovest suit le mouvement en rachetant l'activité de notation indépendante de Core Ratings à Det Norske Veritas qui se concentre dès lors sur la notation sollicitée.

### **B) Statuts, modèles économiques et indépendance**

Parmi ces structures, deux types de structures cohabitent : des organismes à but non lucratif et des entreprises.

Les organismes à but non lucratif peuvent être à la fois des associations créées spécialement pour réaliser cette activité de notation dans un but non lucratif, des associations existantes qui ont développé ultérieurement à leur création un service d'analyse extra-financière ou encore des associations qui se sont dotées d'une filiale à but lucrative.

Les entreprises peuvent être des organismes dont l'unique activité est l'évaluation extra-financière, des cabinets de conseil spécialisés ayant fait évoluer tout ou une partie de leur activité vers cette activité, des organismes dont les actionnaires sont d'autres agences d'analyse et de notation extra-financières. Dans ce groupe, on trouve aussi des sociétés de

---

<sup>213</sup> Husson, A-C, « Vigeo et Ethibel fusionnent, un leader européen est né », juin 2005, novethic.fr

gestion qui parallèlement à leur propre activité d'investissement ISR et non ISR vendent leur évaluation extra-financière à d'autres sociétés de gestion et à d'autres investisseurs.

Concernant la propriété du capital, la majorité de ces structures sont des entreprises dont les principaux actionnaires sont des investisseurs institutionnels ou privés.

|                                      | Date de Création | Marché               | Activité                                                          | Statut juridique           |
|--------------------------------------|------------------|----------------------|-------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| <i>Vigeo</i>                         | été 2002         | Europe               | Agence d'analyse et de notation                                   | Entreprise SAS             |
| <b><i>Eiris</i></b>                  | 1983             | Europe               | Agence d'analyse et de rating/organisme de recherche              | Organisation non lucrative |
| <i>Innovest</i>                      | 1995             | Etats-Unis<br>Europe | Agence d'analyse et de notation/ société de conseil en gestion SR | Entreprise SA              |
| <i>Core Ratings</i>                  | 2003             | Europe               | Agence d'analyse et de rating                                     | Entreprise lucrative       |
| <i>Siri Company</i>                  | automne 2003     | Europe               | Agence d'analyse et de notation/organisme de recherche            | Entreprise lucrative       |
| <i>SAM</i>                           | 1995             | Europe               | Société de gestion                                                | Entreprise                 |
| <b><i>Ethibel/Stock at Stake</i></b> | 2000             | Europe               | Agence d'analyse et de rating/organisme de recherche              | Entreprise lucrative       |
| <i>KLD</i>                           | 1988             | Etats-Unis<br>Europe | Pas de nom spécifié                                               | Entreprise lucrative       |
| <i>Deminor</i>                       | 1990             | Europe               | Agence de conseil et de notation                                  | Entreprise SA              |

Tableau 1 construit à partir des fiches du Guide 2005 des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

Sur le marché français de l'ISR, les structures en présence sont à la quasi-majorité des entreprises privées. Seules Eiris, la structure anglaise et Ethibel la belge sont des associations à but non lucratif. Toutes deux ont créés des filiales commerciales pour vendre leurs services aux investisseurs : Eiris Ldt et Stock at Stake. Eiris Ldt appartient totalement à la fondation Eiris. Celle-ci a fait le choix de réinvestir tous les profits faits pas sa filiale commerciale pour en développer les capacités de recherche et d'expertise, pouvant se révéler très utiles à la fondation. Le capital de Stock at Stake n'appartient pas seulement à Ethibel. D'autres ONG belges, membres d'Ethibel font partie du capital.

Dans le groupe des entreprises privées, les organismes dont l'évaluation extra-financière est l'unique activité sont en large nombre : Vigeo, Innovest, Core Ratings UK, et KLD.

Elles ne présentent pas toutes cependant la même structure économique. Le groupe DNV est le principal actionnaire de Core Ratings UK. Celui d'Innovest est détenu par les

fondateurs et partenaires d'Innovest à plus de 50%, le reste se répartissant entre les investisseurs privés, les fondations et les employés. Le capital de KLD est lui aussi en possession des fondateurs et d'investisseurs privés. L'agence Vigeo dispose de la structure de capital la plus complexe. Celle-ci fédère trois collèges d'associés : un collège d'entreprises réunissant les grands noms du CAC 40<sup>214</sup>, un collège rassemblant des institutions financières et un collège d'organisations syndicales européennes. Pour faire taire les rumeurs de conflits d'intérêt nées de la présence d'entreprises dans le capital (faisant l'objet de la notation de Vigeo), la direction a décidé que ces dernières ne peuvent pas contrôler chacune plus de 1% du capital. L'actionnaire de référence est une institution financière. Les Caisses nationales d'épargne détiennent 39% d'un capital de 13 millions d'euros qui fait de Vigeo au niveau européen et peut-être mondial une des agences aux moyens financiers les plus conséquents.

SIRI Company est une des seules structures dans le monde dont les actionnaires sont des agences d'analyse et de notation extra-financières. D'octobre 2001 à novembre 2003, la Siri Company s'appelle le SIRI Group et a un fonctionnement associatif. En novembre 2003, les membres de cette association, dont certains sont les leaders de leurs marchés nationaux, décident de créer la Siri Company : une entreprise à but lucratif. L'actionnariat n'est pas également réparti entre les 11 actionnaires<sup>215</sup>. L'agence suisse Centre Info est l'actionnaire majoritaire avec 40% du capital suivi de l'agence néerlandaise Dutch Sustainability Research. Les autres actionnaires possèdent entre 6% et 1,5% du capital. Nous pouvons supposer que cette répartition du capital influe sur les relations des différentes agences en présence.

Dans ce groupe d'entreprises privées, une société de gestion est aussi présente SAM (Sustainable Asset Management) et une société de conseil, Deminor. Ce dernier a fait basculé au fil du temps une part de son activité sur l'évaluation extra-financière. SAM est une société de gestion d'actifs indépendante suisse spécialisée sur le développement durable. Elle vend l'expertise extra-financière mise en place au départ pour son propre compte à d'autres sociétés de gestion. Deminor, cabinet de conseil indépendant est spécialisé à l'origine dans le conseil aux actionnaires minoritaires de sociétés cotées et non cotées. Une de ses filiales Deminor Ratings fournit aux investisseurs institutionnels des prestations de notation en matière de gouvernement d'entreprises mais aussi sur l'exercice du droit de vote en assemblée générale.

<sup>214</sup> CAC (cotation assistée en continue) 40 : Indice boursier composées des 40 plus grandes capitalisations françaises.

<sup>215</sup> Avanzi SRI Research-Italie (3,37%), Centre Info SA-Suisse (40,6%), Dutch Sustainability Research BV-Pays Bas (27,04%), Fundaciun Ecologia y Dessarolo-Espagne (1,77%), Ges Investment Services (4,70%), KLD-Etats-Unis (4,80%), Jantzi Research et Associés (2,95%), Pirc Ltd-Royaume Uni (4,98%), Scoris-Allemagne (2,51%), Stock at Stake-Belgique (6,21%), SIRIS, Australie (1,62%)

Le marché originel des agences d'analyse et de notation extra-financières est celui des investisseurs professionnels soucieux de se procurer une évaluation extra-financière des entreprises cotées en Bourse sur le marché des actions. Les investisseurs, majoritairement des sociétés de gestion offrant des produits ISR, sont censés acheter ces évaluations extra-financières délivrées sur les entreprises et en tenir compte lors de leur choix d'investissement dans le cadre de la gestion de leurs fonds ISR qui sont en majorité des fonds investis sur les grandes entreprises cotées en Bourse.

Or si le marché des agences se développe vite en Europe, celui de l'ISR, comme nous l'avons constaté dans le chapitre I, se développe certes de manière soutenue mais reste en absolu un marché marginal comparativement à l'ensemble de la gestion d'actifs. La situation en Amérique du Nord est plus confortable, un nombre moins élevé de structures se partageant un marché que les dispositifs de calcul, mis en place, déterminent comme plus vaste. Face à une certaine étroitesse du marché de l'ISR notamment en Europe, certaines structures cherchent à élargir leur activité voire à modifier leur modèle économique, qui dès le départ, avant même le démarrage de l'activité, était considéré comme non viable<sup>216</sup> par certains entrepreneurs institutionnels se lançant dans cette activité en France.

La plupart des agences, après s'être concentrées sur l'évaluation d'un univers de grandes entreprises cotées en Bourse représentant les plus fortes capitalisation des indices boursiers qui leur permet dans un premier temps de couvrir l'essentiel des besoins des investisseurs<sup>217</sup>, se lancent dans d'autres voies. Elles élargissent leur activité non seulement à l'évaluation extra-financière des petites et moyenne entreprises cotées et non cotées, des grandes entreprises non cotées mais aussi dans celle des pays, des collectivités territoriales et des grandes organisations internationales. L'objectif ici est de couvrir l'éventail le plus large des besoins que pourraient émettre les investisseurs. Or les sociétés de gestion mettent de plus en plus massivement sur le marché des produits financier ISR placés sur le marché de la dette (obligations) et plus seulement sur celui des actions. Certaines agences tentent alors de proposer le même service pour ces nouveaux types d'émetteurs que sont les entreprises publiques non cotées, les pays, les collectivités territoriales et les grandes institutions internationales. Elles ne disposent pas forcément de la même légitimité auprès des investisseurs sur ces nouveaux territoires.

---

<sup>216</sup> Gond, J-P, 2003, op.cit, p 34. Dans ce passage il est relaté que Geneviève Féron, la directrice d'ARESE effectue avant le lancement du projet une étude de marché qui aboutit à la conclusion qu'il n'y a pas de véritable marché pour ce type de structure en France. Geneviève Féron lance cependant le projet. L'agence si elle n'atteint jamais vraiment l'équilibre économique est un véritable succès d'opinion qui amènent certains investisseurs et entreprises à prendre en considération cette innovation.

<sup>217</sup> Gond, J-P, 2003, op.cit, p73

| <b>Eventail officiel d'émetteurs couverts</b> | <b>Grandes entreprises cotées</b> | <b>PME cotées</b> | <b>Grandes Entreprises non cotées</b> | <b>PME non cotées</b> | <b>Pays</b> | <b>Collectivités locales</b> | <b>Organisations internationales</b> |
|-----------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------|---------------------------------------|-----------------------|-------------|------------------------------|--------------------------------------|
| <i>Vigeo</i>                                  |                                   |                   |                                       |                       |             |                              |                                      |
| <i>Eiris</i>                                  |                                   |                   |                                       |                       | 2005        |                              |                                      |
| <i>Innovest</i>                               |                                   |                   |                                       |                       |             |                              |                                      |
| <i>Core Ratings</i>                           |                                   |                   |                                       |                       |             |                              |                                      |
| <i>Siri Company</i>                           |                                   |                   |                                       |                       |             |                              |                                      |
| <i>SAM</i>                                    |                                   |                   |                                       |                       |             |                              |                                      |
| <i>Ethibel/Stock at Stake</i>                 |                                   |                   |                                       |                       |             |                              |                                      |
| <i>KLD</i>                                    |                                   |                   |                                       |                       |             |                              |                                      |
| <i>Deminor</i>                                |                                   |                   |                                       |                       |             |                              |                                      |

Tableau 2 construit à partir des fiches du Guide 2005 des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

Le tableau ci-dessus permet de comparer les agences d'analyse et de notation extra-financières sur ces questions de l'élargissement des univers couverts. Rares sont les structures qui se limitent à l'évaluation des émetteurs cotées en Bourse qu'ils s'agissent des grandes entreprises ou des PME. Deminor constitue un cas particulier car le thème de la gouvernance d'entreprise concerne principalement les grandes entreprises cotées. A l'exception de KLD, Deminor, Vigeo et Core Ratings, elles déclarent toutes avoir mis en place une évaluation extra-financière sur les pays ce qui leur permet de répondre aux exigences des offreurs ISR mettant en place des fonds ISR obligataires. Or ces derniers sont généralement majoritairement composés d'obligation pays. Toutefois sur notre propre enquête auprès des sociétés de gestion, aucune société de gestion n'a déclaré être cliente de ce type de prestation. Vigeo pour le moment reste officiellement positionné sur l'évaluation des entreprises cotées mais aussi non cotées, c'est-à-dire celles qui ne se financent pas par l'émission d'actions mais par l'émission d'obligations. Seule Innovest affirme produire de l'évaluation extra-financière sur un éventail très élargi d'émetteurs.

Certaines agences tentent de modifier plus profondément leur modèle économique en diversifiant leur clientèle. La première nouvelle cible visée est le marché des entreprises, c'est-à-dire les entités que ces agences sont censées évaluer pour les investisseurs.

Le terme utilisé pour désigner ce nouveau service en France est celui de notation sollicitée en référence au terme de notation déclarative ou indépendante utilisé pour désigner le service vendu aux investisseurs. L'objectif affiché de la notation sollicitée est d'éclairer l'entreprise et l'ensemble des parties prenantes sur la mise en œuvre de leur politique de responsabilité sociétale. D'autres agences, sans proposer un service complet de notation

sollicitée, proposent des prestations ponctuelles de conseil aux entreprises. Une des pratiques est de proposer des comparaisons d'entreprises par secteur pour permettre à l'entreprise qui achète le service de se comparer à ses concurrentes.

A côté de ce marché potentiel des entreprises, certaines agences se tournent vers d'autres publics. Les collectivités territoriales se voient proposer des outils d'évaluation et de diagnostics de leurs pratiques RSE et développement durable. D'autres agences sont en train de mettre en place des outils pour que les ONG puissent sélectionner leurs donateurs sur des critères extra-financiers.

| <b>Autres Services proposés</b> | <b>Notation sollicitée entreprises</b> | <b>Etudes ponctuelles entreprises</b> | <b>Services aux collectivités locales</b> | <b>Services aux ONG et institutions publique</b> |
|---------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| <i>Vigeo</i>                    |                                        |                                       |                                           |                                                  |
| <i>Eiris</i>                    |                                        |                                       |                                           |                                                  |
| <i>Innovest</i>                 |                                        |                                       |                                           |                                                  |
| <i>Core Ratings</i>             |                                        |                                       |                                           |                                                  |
| <i>Siri Company</i>             |                                        |                                       |                                           |                                                  |
| <i>SAM</i>                      |                                        |                                       |                                           |                                                  |
| <i>Ethibel/Stock at Stake</i>   |                                        |                                       |                                           |                                                  |
| <i>KLD</i>                      |                                        |                                       |                                           |                                                  |
| <i>Deminor</i>                  |                                        |                                       |                                           |                                                  |

Tableau 3 construit à partir des fiches du Guide 2005 des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

Les agences présentes sur le marché français de l'analyse et de la notation extra-financières sont aussi touchées par ce phénomène de diversification des clientèles. Vigeo est d'ailleurs la première agence au monde à avoir fait du service aux entreprises un des piliers de son modèle économique. Dans le courant 2003, ce choix fait d'ailleurs couler beaucoup d'encre et anime de nombreuses discussions sur son impact potentiel sur l'indépendance de l'agence, les agences concurrentes se targuant alors d'une plus grande indépendance<sup>218</sup>. Dans les faits, de nombreuses agences ont suivi la tendance amorcée par Vigeo. Core Ratings UK propose à la fois un service de notation indépendante et de notation sollicitée. Quant à Innovest, SAM et Deminor, ils proposent des études ponctuelles aux entreprises ou encore des prestations de conseil. L'entité SIRI Company ne propose pas ce type de prestation mais il est à remarquer que certains de ses membres proposent sur leurs marchés nationaux ce type de prestations. Seules Eiris, KLD et Ethibel/Stock at Stake se concentrent sur le marché des

<sup>218</sup> Politis, 2003, « Vigeo, juge et partie », 17/04/2004, p26.  
L'Expansion, « Les réseaux de Nicole Notat », 01/04/2003



investisseurs. Innovest propose aussi ses services aux ONG et aux organisations internationales.

La diversification des sources de rémunérations des agences soulève donc la question des conflits d'intérêts de manière d'autant plus accrue que les clients de ces structures sont aussi des acteurs gravitant dans les espaces de la Finance. Ils ont donc été témoins des récents scandales financiers dont l'origine désignée est le conflit d'intérêt<sup>219</sup>. C'est essentiellement l'activité de notation sollicitée pour le compte d'entreprise, dont les limites avec l'activité de diagnostic d'audit et de conseil restent floues qui suscitent des interrogations chez les clients investisseurs et chez de nombreux observateurs. Ne pourrait-il pas y avoir des conflits d'intérêt entre les équipes d'analystes réalisant les notations pour le compte d'investisseurs et les équipes opérant pour les entreprises comme il y a eu des conflits d'intérêt entre les analystes financiers *sell side*<sup>220</sup> travaillant pour le compte des investisseurs et les banquiers travaillant pour les entreprises dans les banques d'investissement ? Comme ces dernières, les agences d'analyse et de notation extra-financières brandissent l'étendard de la Muraille de Chine et assurent avoir mis en place les procédures internes et les règles éthiques destinées à garantir l'indépendance et l'objectivité des analystes.

L'activité de ces structures ne se limite plus à la mise en place d'un dispositif de jugement<sup>221</sup> sur les entreprises cotées à destination des investisseurs qui leur permet à un moindre coût de sortir de l'indétermination sur la qualité extra-financière des entreprises. Ce travail de jugement reste encore toutefois le cœur de leur activité et concerne plus principalement notre recherche. C'est pourquoi nous allons y revenir maintenant de manière plus approfondie.

### **C) Organisation des équipes de recherche : profils et expériences**

Pour réaliser cette activité d'analyse et de notation extra-financières, ces structures se sont dotées d'équipes d'analystes ISR. La taille de l'équipe d'analystes est censée, selon le guide de l'ORSE, déterminer largement la taille maximale de l'univers d'entreprises qu'une agence peut couvrir. Or le nombre d'analystes ISR à temps plein varie sensiblement d'une agence à l'autre, de deux analystes chez certains à 33 chez d'autres. Un indicateur significatif

---

<sup>219</sup> Voir Chapitre II sur cette question

<sup>220</sup> Voir glossaire sur ce terme

<sup>221</sup> Gond, J-P, 2003, op.cit, p11. Nous empruntons ici le concept de dispositif de jugement à ce chercheur qui se réfère ici aux travaux de Karpik.

complémentaire pour l'ORSE de la couverture possible de l'univers d'entreprises est le nombre d'entreprises analysées par analyste par an. Cet indicateur varie de 25 à plus de 100. Un autre facteur différencie fortement les agences entre elles : le temps consacré à l'analyse de l'entreprise.

|                               | Nombre de personnes dans l'équipe | Nombre d'analystes temps plein | Nombre d'entreprises analysées/an   | Moyenne entreprises/analystes | Temps officiel nécessaire à l'analyse    |
|-------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------|------------------------------------------|
| <i>Vigeo</i>                  | 41                                | 16                             | 460                                 | <b>29</b>                     | 7,2 jours et 1,5 jour validation interne |
| <i>Eiris</i>                  | 37                                | 18                             | 2800                                | 155                           | 1 jour                                   |
| <i>Innovest</i>               | 45                                | 33                             | 1700                                | 51                            | 3 à 4 jours                              |
| <i>Core Ratings</i>           | 22                                | 18                             | ND                                  | ND                            | ND                                       |
| <i>Siri Company</i>           | ND                                | 60                             | 650 et 120 pays                     | <b>10</b>                     | 40 heures                                |
| <i>SAM</i>                    | 55                                | 20                             | 1000                                | 50                            | 1/2 jours à une semaine                  |
| <i>Ethibel/Stock at Stake</i> | 14                                | 10                             | 420 et 70 pays/orga internationales | 42                            | 2 à 7 jours                              |
| <i>KLD</i>                    | 34                                | 20                             | 4000                                | <b>200</b>                    | 2 semaines                               |
| <i>Deminor</i>                | 15                                | 9                              | 400                                 | 44                            | 3/4 jours                                |

Tableau 4 construit à partir des fiches du Guide 2005 des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

Si on rassemble les indicateurs évoqués par le guide de l'ORSE pour les agences présentes sur le marché français de l'ISR, une grande diversité est à constater notamment sur le nombre moyen d'entreprises à analyser par an pour chaque analyste ISR et le temps déclaré nécessaire à cette analyse. Nous ne prenons pas en compte ici les chiffres donnés par la SIRI Company car ils nous semblent à manier avec prudence. Le répondant a en effet agrégé les analystes travaillant dans chaque agence mais n'a pas précisé que tous les analystes ISR présents dans ces structures ne travaillent pas uniquement sur les produits de la SIRI Company mais aussi sur ceux de l'agence nationale dont ils font partie.

Si nous excluons ce cas un peu difficile à évaluer, la moyenne d'entreprises traitées par analyste varie de 29 par an pour Vigeo à 200 par an pour KLD suivie de très près par Eiris avec une moyenne de 155. Pour les autres agences, la moyenne oscille entre 40 et 50 entreprises par an. Les analystes financiers sell side chez les courtiers ou buy side dans les sociétés de gestion traitent en comparaison un nombre beaucoup moins élevé d'entreprises : une vingtaine au maximum<sup>222</sup>.

<sup>222</sup> Borremans, E, « Profession, analyste extra-financier », *Analyse Financière, la Revue de la société française des analystes financiers*, janvier 2004, numéro 10, p28, édition AGEFI.

Les temps consacrés à l'analyse varient fortement. Vigeo affiche après KLD le temps le plus long d'analyse avec quasiment 9 jours par entreprise et Eiris le temps les plus court avec 1 jour. En revanche les chiffres affichés par KLD n'apparaissent pas très logiques. Si l'analyste ISR met deux semaines à évaluer chaque entreprise et qu'il a 200 entreprises à évaluer par an, il lui faudra plus de sept années pleines pour achever son évaluation. Il est à souligner que KLD a recours à la sous-traitance ce qui peut expliquer l'apparente absurdité de ce chiffre qu'il convient d'interpréter avec prudence. Pour les autres agences, la moyenne de temps consacré à l'analyse s'établit autour de 5 jours. Cette relative variabilité des résultats est à relier à la variabilité du contenu de l'information vendue aux investisseurs mais témoigne aussi de manière plus générale de l'intensité relativement forte des cadences de travail adoptées par les analystes pour mener à bien leur mission.

En matière d'expérience dans l'activité d'analyse et de recherche extra-financière, les analystes ISR présentent une expérience entre un an et dix ans. Le développement encore récent de ce marché est invoqué par le guide de l'ORSE pour expliquer ce constat.

L'examen de cette variable sur le panel des agences utilisées par les sociétés de gestion concernées par notre enquête par questionnaire confirme et permet d'affiner cette tendance générale suggérée par l'ORSE. La majorité des analystes ISR travaillant dans ces agences ont une expérience dans ce métier oscillant entre un et cinq ans ce qui semble logique compte tenu de la relative jeunesse de ses structures.

| Expérience dans le métier d'analyste ISR | stagiaires | moins d'un an | 1-5 ans | 5-10 ans | + de 10 ans |
|------------------------------------------|------------|---------------|---------|----------|-------------|
| <i>Vigeo</i>                             | 0 à 10%    | 0 à 10%       | 75%     |          |             |
| <i>Eiris</i>                             |            | 10 à 25%      | 25-50%  | 0-10%    | 10-25%      |
| <i>Innovest</i>                          | 0-10%      | 0-10%         | 25-50%  | 10-25%   | 10-25%      |
| <i>Core Ratings</i>                      |            | 10-25%        | 25-50%  | 10-25%   | 0-10%       |
| <i>Siri Company</i>                      |            |               | 50-75%  | 10-25%   |             |
| <i>SAM</i>                               |            |               | 75%     | 25%      |             |
| <i>Ethibel/Stock at Stake</i>            |            |               | 75%     | 25%      |             |
| <i>KLD</i>                               | 0-5%       |               | 55%     | 36%      | 8%          |
| <i>Deminor</i>                           |            | 0-10%         | 50-75%  | 10-25%   | 0-10%       |

Tableau 5 construit à partir des fiches du Guide 2005 des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

Concernant les formations universitaires, les analystes ISR sont largement diplômés de plus de cinq années d'études supérieures (Mastères, MBA, Thèses). L'éventail de leur formation est décrit comme large: études économiques et financières, études en sciences sociales, en sciences techniques, en droit ou encore en droit et en journalisme. La majorité

des analystes ISR a une forte spécialisation sur un domaine de la notation extra-financière : environnement, social, gouvernement d'entreprise. Une minorité des organismes privilégie selon l'ORSE les compétences financières de leurs analystes.

| Formation              | Economie Finance | Environnement | Social        | Commercial | Sciences Politiques | Droit         | Autres   |
|------------------------|------------------|---------------|---------------|------------|---------------------|---------------|----------|
| Vigeo                  | 10-25%           | 10-25%        | <b>25-50%</b> | 10-25%     |                     |               |          |
| Eiris                  |                  | 10-25%        | <b>50-75%</b> |            |                     |               |          |
| Innovest               | <b>25-50%</b>    | <b>25-50%</b> | 10-25%        |            |                     |               |          |
| Core Ratings           | 10-25%           | 10-25%        | 10-25%        |            |                     | 0-10%         |          |
| Siri Company           | <b>25-50%</b>    | <b>25-50%</b> | 10-25%        |            |                     |               | 10 à 25% |
| SAM                    | 10-25%           | <b>25-50%</b> | 10-25%        |            | 0-10%               | 0-10%         | 0-10%    |
| Ethibel/Stock at Stake | <b>25-50%</b>    | 10-25%        | <b>25-50%</b> |            |                     |               | 10 à 25% |
| KLD                    | 20%              |               |               |            | <b>40%</b>          |               | 40%      |
| Deminor                | <b>25-50%</b>    |               | 0-10%         |            |                     | <b>25-50%</b> |          |

Tableau 6 construit à partir des fiches du Guide 2005 des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

Sur le panel d'agences que nous observons plus particulièrement, les mêmes constats généraux peuvent être tirés et approfondis. Il existe une grande variété des formations. Les principales formations mentionnées sont l'économie et la finance, le social et l'environnement. Les analystes ISR pourraient donc se partager entre des spécialistes d'une thématique et des profils beaucoup plus généralistes. Dans la catégorie « Autres », figurent des diplômés en sciences humaines (sociologie, histoire, anglais) mais aussi des ingénieurs, des spécialistes du management, des spécialistes de la santé et de la sécurité. La variété des diplômes semble plus grande dans les agences anglaises et américaines. Si un nombre non négligeable d'agences affirment avoir des compétences spécifiques sur le social et l'environnement, il faut souligner qu'à l'exception d'une agence, aucune structure n'affirme avoir dans ses rangs des individus qui ont été spécifiquement formés aux thématiques de l'ISR, de la RSE et du développement durable. Dans certaines agences, une spécialisation semble particulièrement plus affirmée : le social pour Vigeo, l'environnement pour SAM, ou encore le droit pour Deminor.

Les expériences professionnelles antérieures varient également largement. Un éventail large de domaines d'activité professionnelle est représenté : les grandes entreprises, le conseil et l'audit, l'analyse financière, l'analyse extra-financière, les ONG, les organisations

internationales. Un grand nombre d'analystes est présenté par les agences comme ayant eu une expérience en entreprises.

| <b>Expérience(s) professionnelle(s) antérieure(s) des équipes</b> | <i>Vigeo</i>  | <i>Eiris</i>  | <i>Innovest</i> | <i>Core Ratings</i> | <i>Siri Company</i> | <i>SAM</i>    | <i>Ethibel Stock at Stake</i> | <i>KLD</i> | <i>Deminor</i> |
|-------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|-----------------|---------------------|---------------------|---------------|-------------------------------|------------|----------------|
| <b>Entreprises</b>                                                | <b>50-75%</b> | 0-10%         | 10-25%          | 0-10%               | 10-25%              | <b>25-50%</b> | 10-25%                        |            | <b>75%</b>     |
| <b>Conseil et audit</b>                                           | 10-25%        | 0-10%         | 10-25%          | 10-25%              | <b>25-50%</b>       |               | 10-25%                        |            |                |
| <b>Analyse Financière</b>                                         | 10-25%        | 0-10%         | <b>25-50%</b>   | 10-25%              |                     | 10-25%        |                               | 10%        | 25%            |
| <b>ONG</b>                                                        | 10-25%        | <b>25-50%</b> | 0-10%           | 10-25%              | 0-10%               |               | <b>25-50%</b>                 | <b>20%</b> |                |
| <b>Syndicats</b>                                                  | 10-25%        |               |                 |                     |                     |               |                               |            |                |
| <b>Agences extra-financières</b>                                  | 0-10%         |               |                 |                     |                     |               | 0-10%                         | <b>20%</b> |                |
| <b>Orga publiques nationales/internationales</b>                  | 10-25%        |               | 10-25%          | 0-10%               | 10-25%              | 0-10%         |                               |            |                |
| <b>Recherche universitaire</b>                                    |               |               |                 |                     | 10-25%              |               | 10-25%                        | 15%        |                |
| <b>Communication Journalisme</b>                                  |               |               |                 |                     |                     |               |                               | 15%        |                |
| <b>Autres</b>                                                     |               |               |                 |                     |                     |               |                               | <b>20%</b> |                |

Tableau 7 construit à partir des fiches du Guide 2005 des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

Sur notre panel d'agences, nous pouvons aussi constater aussi cette grande variété des trajectoires professionnelles antérieures des analystes ISR. Toutefois selon les structures, certains types d'expérience professionnelle paraissent privilégiés. Chez Vigeo, SAM et Deminor, l'expérience professionnelle antérieure la plus fréquemment citée est l'entreprise. Chez SIRI Company, il s'agit du conseil et audit. Ethibel/Stock at Stake et Eiris, les deux agences aux racines associatives les plus marquées sont celles qui déclarent le plus souvent avoir des analystes ISR ayant eu une expérience préalable au sein d'une ONG. L'expérience syndicale est uniquement mentionnée par Vigeo. Les analystes ISR qui n'ont exercé que cette profession, sont, selon les données livrées par l'ORSE, relativement rares. Seuls Vigeo, Ethibel, Stock at Stake, KLD déclarent posséder ce type de profil avec des parts limitées ne dépassant pas les 20%. Quant à l'expérience dans l'analyse financière, elle semble plus ou moins marquée selon les agences. SIRI Company et Ethibel Stock at Stake n'y font pas référence. La majeure partie des agences met en avant des parts de salariés ayant eu une expérience dans l'analyse financière n'excédant pas les 25%. Seule Innovest paraît

légèrement en tête sur l'embauche de ce type de profils puisqu'elle affirme que 25 à 50% de son équipe est constitué d'analystes financiers. Une expérience dans les organisations publiques nationales ou internationales paraît l'expérience antérieure la plus répandue après l'entreprise, le conseil et l'audit, l'analyse financière et les ONG.

#### **D) Méthodologies d'analyse et de recherche d'information extra-financière**

La définition de l'analyse extra-financière est loin de réunir un large consensus. L'observation des pratiques actuelles des organismes réalisant cette activité permet de souligner quelques caractéristiques communes<sup>223</sup>. Sur le plan pratique, l'analyse extra-financière se définit comme l'évaluation des engagements, des politiques mises en œuvre et des performances de l'entreprise dans le domaine social, environnemental et de gouvernance liés à ses activités économiques et à ses impacts. Il s'agit donc de mettre en place un dispositif de jugement sur certaines dimensions de l'activité des entreprises.

Ce dispositif de jugement se déploie concrètement à partir d'une grille d'évaluation définie par l'agence d'analyse et de notation extra-financière. Cette grille varie largement selon l'objectif affiché de l'organisme. Le choix de la grille d'évaluation est étroitement lié avec la forme finale que prend la restitution de l'information aux investisseurs. Quels que soient la grille d'évaluation et le type de restitution privilégiés, les agences doivent obligatoirement passer par une étape de collecte d'information. Nous aborderons ce premier point avant de nous intéresser aux deux autres.

##### **a) La collecte des informations**

Les méthodologies de collecte d'informations et les sources utilisées varient peu d'un organisme à l'autre. Quatre sources d'information principales sont employées :

- L'examen des informations publiques sur l'entreprise est une pratique systématique de nombreuses agences. Elles consultent les informations légales et les publications de l'entreprise (le rapport annuel de gestion, le rapport de développement durable) mais également la presse généraliste et spécialisée, Internet.

---

<sup>223</sup> ORSE, 2005, Guide des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

-La consultation de l'entreprise par l'envoi d'un questionnaire. Les questionnaires constituent une source d'information précise, les questions abordent directement les critères et les indicateurs utilisés pour l'évaluation de l'entreprise.

-La consultation de l'entreprise par l'organisation de rencontres avec la direction au sein de l'entreprise au sujet des politiques sociales et environnementales.

-La consultation des parties prenantes de l'entreprise (les ONG, les syndicats, les pouvoirs publics, etc..). Certains organismes déclarent collaborer avec des ONG et les syndicats afin de croiser l'information recueillie auprès des entreprises. Le niveau de collaboration déclaré varie fortement d'une structure à une l'autre : certains se contentent de contacts ponctuels, d'autres entretiennent des relations régulières mais générales avec quelques ONG afin de prendre connaissance des enjeux ou des crises liés aux entreprises évaluées, enfin d'autres organismes affirment consulter systématiquement les ONG spécialisées et les syndicats, pour intégrer leur point de vue à la notation de l'entreprise.

Peu d'agences d'analyse et de notation extra-financières utiliseraient une source unique d'investigation<sup>224</sup>.

| <b>Collecte information</b>             | <i>Vigeo</i>       | <i>Eiris</i> | <i>Innovest</i> | <i>Core Ratings</i> | <i>Siri Company</i> | <i>SAM</i> | <i>Ethibel Stock at Stake</i> | <i>KLD</i> | <i>Deminor</i> |
|-----------------------------------------|--------------------|--------------|-----------------|---------------------|---------------------|------------|-------------------------------|------------|----------------|
| <b>Documents publics</b>                | Sys <sup>225</sup> | Sys          | Sys             | Sys                 | Sys                 | Sys        | Sys                           | Sys        | Sys            |
| <b>Base de données</b>                  | Sys                | Sys          | Sys             | Sys                 | Sys                 | Sys        | Sys                           | Sys        | Sys            |
| <b>Questionnaires entreprises</b>       |                    | Sys          |                 |                     |                     | Sys        | Sys                           |            |                |
| <b>Questions ciblées entreprises</b>    | Sys                |              |                 |                     | Occ                 |            |                               | Sys        |                |
| <b>Entretiens entreprises</b>           | Sys                | Occ          | Sys             | Sys                 | Occ                 | Occ        | Occ                           | Occ        | Occ            |
| <b>Visites de sites</b>                 | Occ <sup>226</sup> |              | Occ             | Sys                 | Occ                 | Occ        | Occ                           |            |                |
| <b>Questionnaires parties prenantes</b> | Occ                |              |                 |                     | Occ                 | Occ        | Sys                           | Sys        |                |
| <b>Entretiens parties prenantes</b>     |                    | Occ          | Occ             | Sys                 | Sys                 | Occ        | Occ                           | Occ        |                |

Tableau 8 construit à partir des fiches du Guide 2005 des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

Le tableau ci-dessus permet de confirmer cette affirmation sur notre panel. Aucune agence n'utilise une seule méthode de collecte de l'information. La technique commune à

<sup>224</sup> Alberola, E, 2004, op.cit, p46

<sup>225</sup> Systématiquement

<sup>226</sup> Occasionnellement

l'ensemble du panel semble la consultation des documents officiels produits par l'entreprise et de bases de données informatiques. Celles-ci sont souvent construites par les agences elles-mêmes pour se procurer une information ciblée sur les entreprises.

Concernant les autres sources d'information, les combinaisons diffèrent selon les structures. La technique du questionnaire ne semble pas aussi systématique que pourraient le faire accroire les plaintes répétées des entreprises sur le nombre de questionnaires reçus. Il s'agit cependant ici d'un panel réduit non représentatif des pratiques des 34 agences opérant dans le monde. Seules EIRIS, Ethibel/Stock at Stake et SAM l'utilisent de manière systématique. Certaines agences procèdent à un questionnement ciblé. Après avoir récolté des premières informations sur l'entreprise, l'analyste ISR se tourne vers l'entreprise pour lui poser des questions plus précises. C'est le cas de Vigeo et de KLD de manière systématique et de Siri Company de manière occasionnelle.

Toutes les structures affirment avoir recours aux entretiens avec la direction pour collecter leur information. Cette pratique est qualifiée de systématique chez Vigeo, Innovest et Core Ratings et d'occasionnelle chez toutes les autres. 5 agences sur 9 affirment avoir recours aux visites d'entreprises. Une seule Core Ratings déclare y avoir recours de façon systématique.

Le recours aux parties prenantes est moins fréquent et plus variable. Une seule agence, Deminor déclare ne pas y avoir recours. Vigeo déclare avoir recours occasionnellement aux questionnaires « parties prenantes » et aux entretiens en cas de controverse. EIRIS et Innovest affirment aussi avoir une utilisation occasionnelle des entretiens avec les parties prenantes. Core Ratings et Siri Company s'avancent sur un recours systématique aux entretiens avec les parties prenantes et KLD et Ethibel Stock at Stake sur une utilisation systématique du questionnaire.

#### b) La constitution de la grille d'analyse de l'activité des entreprises

L'analyse des entreprises s'opère à partir d'une grille de critères définie par l'agence d'analyse et de notation extra-financière. Elles développent le plus souvent ces grilles à partir de référentiels édités par des organisations internationales telle que l'ONU, l'OCDE et l'OIT. Sont généralement passés au crible les domaines suivants : la politique de ressources humaine, les relations avec les clients, les fournisseurs et les sous-traitants, l'environnement, le gouvernement d'entreprise et les relations avec la société civile. Si la majorité des



organismes couvrent l'ensemble des thématiques, certains sont spécialisés dans les domaines environnementaux ou les domaines de gouvernance.

Certaines agences intègrent très fortement dans ces grilles d'analyse des critères d'exclusion divers sur le tabac, l'alcool, les armes, la pornographie, la contraception et l'avortement, le nucléaire, le traitement des animaux, le travail des enfants, la violation des droits de l'homme et du travail. Les agences anglo-saxonnes sont le plus fréquemment positionnées sur ce créneau de l'exclusion. D'autres comme Vigeo se refusent à appliquer ce type de critère. Elles sont nombreuses à ne pas les adopter dans leur grille d'analyse générale mais à toutefois proposer un service sur mesure si le client investisseur le souhaite.

Les grilles d'évaluation varient aussi en fonction des choix de pondérations des critères et des sous critères. En effet les informations collectées sont passées au crible d'une grille d'analyse dont la pondération des critères et des sous critères a été définie au préalable par les membres de ces agences.

A ce premier choix de pondération générale des critères, s'ajoute très souvent une pondération supplémentaire par secteur. Les analystes ISR, souvent spécialisés sur un secteur précis et organisé par pôle de recherche, ont la charge de définir pour chaque secteur une pondération des critères prenant en compte les enjeux sectoriels spécifiques du secteur. La classification sectorielle adoptée peut varier d'un organisme à un autre. Elle est souvent calquée sur l'indice boursier<sup>227</sup> auquel l'agence se réfère. Par exemple, l'agence suisse SAM utilise la classification du Dow Jones composée de 18 secteurs et de 60 groupes industriels. Stock at Stake se réfère à la classification du MSCI composé de 10 secteurs, 24 groupes industriels, 62 industries et 132 sous-industries. Cette variation des classifications sectorielles utilisées par les agences peut en pratique conduire à des évaluations différentes. Pour certaines agences, une entreprise peut figurer parmi les meilleures alors qu'elle se retrouvera devancée par d'autres entreprises pour certaines agences qui ont choisi de se référer à un secteur plus élargi.

Certaines agences, à l'inverse, font le choix de ne pas prendre cette responsabilité du choix des thèmes analysés, de critères d'inclusion et d'exclusion et des pondérations générales et sectorielles. Elles laissent ce choix aux investisseurs qui mobilisent leur

---

<sup>227</sup> Sur les marchés financiers, les prix des valeurs mobilières et les volumes de transaction évoluent chaque jour. Les intervenants de ces marchés ont besoin d'une information synthétique pour connaître l'évolution du marché et par la même sa performance. Tous les grands marchés financiers internationaux aujourd'hui des indices dont l'évolution est le signe de la performance. En France, l'indice boursier de capitalisation le plus connue est le CAC 40. Les indices peuvent être produits par les autorités de marché ou par des sociétés de production d'information financière, les plus connues étant Morgan Stanley avec les indices MSCI, Dow Jones avec les indices DJStoxx.

expertise. Les différentes orientations de la méthodologie et de la grille d'analyse sont ainsi étroitement liées au choix de traitement de l'information et de restitution finale de l'évaluation aux investisseurs.

### c) Traitement de l'information et restitution finale aux investisseurs

Quatre orientations majeures du traitement de l'information sont à distinguer. La première consiste à minimiser au maximum le traitement de l'information par l'agence elle-même et de permettre la plus grande personnalisation et appropriation des données par les investisseurs. Cette orientation, essentiellement développée aux Etats-Unis et en Angleterre par les toutes premières agences d'analyse et de notation extra-financière s'est assez peu diffusée par la suite.

Une autre orientation, elle aussi non majoritaire, est la production de « scénarios développement durable » ou de profils rendant compte de la situation de l'entreprise par l'identification d'opportunités et des risques sociaux et environnementaux dans l'entreprise. Cette voie est considérée par certains observateurs comme celle qui devrait s'imposer à l'avenir car elle permettrait progressivement de faire le lien entre performance financière et évaluation extra-financière. Un nombre encore réduit d'agences s'y est lancé.

Les deux méthodologies du traitement de l'information adoptées majoritairement par les agences, actuellement les plus en phase avec la demande de la clientèle des sociétés de gestion et les compétences des agences, sont le filtrage (screening) et le scoring/ranking<sup>228</sup>. L'offre de filtrage négatif est antérieure à celle du filtrage positif. Filtrage positif et ranking ont été mis en pratique à la fin des années 1990.

L'approche du filtrage consiste pour les agences à proposer un univers d'entreprises répondant aux critères d'exigences les plus élevés définis par l'agence et dans lesquelles se retrouve l'investisseur. Ce dernier n'a plus, alors, théoriquement qu'à piocher dans cet univers d'investissement ISR préétabli pour constituer son portefeuille de valeurs d'entreprises.

La méthode du ranking a longtemps été désignée de façon plus ou moins volontaire par le terme erroné de rating<sup>229</sup>. Cette terminologie permettait de rapprocher l'activité des

---

<sup>228</sup> Alberola, E, dans le guide de l'ORSE des organismes de notation sociétale et dans son mémoire de thèse de Mastère utilise uniquement le terme de scoring et pas celui de ranking. Nous préférons aussi ajouter celui de ranking qui permet de bien préciser les modalités du traitement de l'information à laquelle procèdent certaines agences comme le fait Gond dans son étude de cas sur ARESE.

<sup>229</sup> Gond, J.P, 2003, op.cit, p95

agences d'évaluation et de notation extra-financière de celles des agences de notation financière par une logique de légitimation de l'activité par captation sémantique et adaptation socio-cognitive au vocabulaire et aux pratiques en cours dans les espaces de la Finance.

En effet les agences de notation crédit procèdent à un rating des entreprises. Elles leur donnent une notation dans l'absolue reposant sur un système d'indicateurs précis qui recueillent le consensus de l'ensemble des acteurs concernés.

Les agences qui font de la notation extra-financière, elles, procèdent en premier lieu à un scoring avant de procéder à un ranking. Le scoring consiste à noter chaque entreprise sur l'ensemble des critères faisant partie de la grille d'analyse pré-établie par l'organisation en regard des données et des informations dont les analystes ISR disposent sur les entreprises. Le ranking consiste après avoir évalué les entreprises selon le référentiel de l'agence à classer les entreprises au sein d'un groupe donné et de leur attribuer une note en fonction du rang occupé dans ce groupe par le biais d'un traitement statistique des scoring.

Pour les investisseurs, le scoring/ranking est d'utilisation plus souple que le filtrage d'autant plus que généralement il ne porte pas seulement sur une note générale mais aussi sur l'évaluation de critères et de sous critères. La société de gestion peut alors utiliser l'information, ainsi traitée, en fonction de sa propre approche. Elle peut choisir d'utiliser les notes globales produites telle quelles ou procéder à des pondérations plus ou moins tranchées de critères. Les sociétés de gestion définissent alors le plus souvent un seuil de notation sous lequel ne pas descendre et procèdent finalement à un filtrage des entreprises passant ou ne passant pas ce seuil de notation.

| Traitement final des données | Bases de données | Screening | Scoring/Ranking | Scénarios projectifs |
|------------------------------|------------------|-----------|-----------------|----------------------|
| Vigeo                        |                  |           |                 |                      |
| Eiris                        |                  |           |                 |                      |
| Innovest                     |                  |           |                 |                      |
| Core Ratings                 |                  |           |                 |                      |
| Siri Company                 |                  |           |                 |                      |
| SAM                          |                  |           |                 |                      |
| Ethibel/Stock at Stake       |                  |           |                 |                      |
| KLD                          |                  |           |                 |                      |
| Deminor                      |                  |           |                 |                      |

Tableau 9 construit à partir des fiches du Guide 2005 des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

La majeure partie des agences utilisée par le panel de sociétés de gestion concernées par l'enquête par questionnaire leur propose un scoring/ranking. Vigeo utilise cette méthode mais aussi Innovest, Core Ratings et Siri Company. D'autres comme SAM, Ethibel/Stock at

Stake et KLD proposent des services de filtrage d'inclusion mais aussi d'exclusion. Quant à EIRIS, elle propose une base de données qui permet à l'investisseur de choisir ses critères extra-financiers d'inclusion et d'exclusion et de procéder à leur pondération. KLD peut aussi offrir ce type de service. Aucune ne propose des « scénarios développement durable » même si SAM, Innovest et Core Ratings semblent plus engagées que les autres sur cette voie. Pour une société de gestion, il est plus facile de travailler avec des agences proposant la même restitution finale de résultats. Elles sont assez nombreuses à n'utiliser que des agences fournissant un scoring/ranking quand elles ont plusieurs fournisseurs d'informations. Quelques unes mêlent ranking et bases de données. Le filtrage qui reste une pratique plus rigide semble plus difficile à fusionner avec les autres approches au contraire très souples.

Aujourd'hui les méthodologies des agences sont critiquées sur deux points<sup>230</sup>. La première critique porte sur le manque de standardisation des méthodes d'analyses et de traitement de l'information des différentes agences qui seraient préjudiciable à l'investisseur désireux de comparer ces différentes sources d'information.

La deuxième porte sur le défaut de capacité prédictive de l'analyse extra-financière développée sur la performance future des entreprises. En effet, le filtrage et le scoring/ranking, les méthodes les plus développées se concentrent sur un état des lieux de ce qui se passe à un instant T dans l'entreprise mais ne tente pas de prévoir l'impact de ces comportements présents sur les performances financières futures. Or pour certains observateurs, l'analyse extra-financière pour sortir de la niche de l'ISR doit se plier à cet exercice qui la rapprocherait durablement de l'analyse financière au-delà des simples rapprochements sémantiques notamment par la production de « scénarios développement durable ». Toutefois, l'opinion émerge dans les espaces de la Finance concernés par l'ISR et l'analyse extra-financière que les agences d'analyse et de notation extra-financières n'ont pas les moyens humains et économiques ni des compétences financières suffisantes pour mener ce travail. Une des hypothèses ayant le vent en poupe est que les analystes sell side, c'est-à-dire les brokers et les sociétés de Bourse pourraient s'atteler pertinemment à cette tâche. Nous reviendrons plus en avant dans le chapitre sur ces différents éléments.

---

<sup>230</sup> Une autre critique que nous n'aborderons pas ici mais qui est souvent fait aux agences d'analyse et de notation extra-financière est de ne pas refléter suffisamment la réalité des pratiques de ces dernières faute d'un réel approfondissement de l'analyse par entreprise évaluée.

**L'analyse de ces différentes données publiques que complète utilement le travail d'observation participante permet d'aboutir à une vision plus claire de l'activité des agences d'analyse et de notation extra-financières, structures majoritairement à but lucratif et créées depuis moins de 10 ans. Elles éclairent aussi les liens qu'elles entretiennent avec les sociétés de gestion, avec les entreprises mais aussi d'autres parties prenantes. Cette analyse nous a aussi permis de définir plus précisément le contour du métier d'analyste ISR en agence grâce aux données générales récoltées sur le temps et les cadences de travail (fortes et hétérogènes), les formations scolaires (diversifiées) et les expériences professionnelles antérieures (jeunesse des équipes et parcours professionnels antérieurs caractérisés très souvent par des expériences en entreprise).**

**Ces éléments ne nous permettent pas cependant vraiment d'entrer à l'intérieur même de ces organisations qui sont aujourd'hui les seules véritables intermédiaires entre les entreprises et les sociétés de gestion sur la production et la construction de l'expertise extra-financière. C'est ici à travers le recours à l'enquête par entretiens que nous pouvons prétendre aller plus loin dans la description du fonctionnement concret de ces structures.**

### **3) Les différentes facettes du métier d'analystes ISR en agence : le recours à l'enquête par entretiens**

J'ai réalisé deux entretiens approfondis avec des analystes ISR travaillant chacun dans une des neuf structures ayant une activité sur le marché français de l'analyse et de la notation extra-financière. Les deux agences en question, de création récente, proposent un produit de scoring/ranking aux investisseurs. Elles sont cependant très différentes en terme de taille d'effectifs, de modèle organisationnel et d'enracinement culturel.

Les deux analystes que nous appellerons Paul et Jeanne pour respecter leurs identités ont la trentaine. Tous deux avant d'embrasser ce métier de l'analyse extra-financière ont travaillé dans des entreprises. Jeanne a occupé des fonctions n'ayant rien à voir avec l'ISR, la RSE et le développement durable alors que Paul a uniquement exercé des fonctions dans ces champs. Jeanne a une formation scolaire généraliste. Paul s'est spécialisé dans son troisième cycle sur le domaine social. Paul travaille toujours pour la même agence alors que Jeanne venait de quitter son emploi lors de l'entretien et a changé depuis de trajectoire

professionnelle. Les entretiens ont été réalisés entre l'été 2004 et l'été 2005 et ont duré entre trois et quatre heures.

Pour procéder à l'analyse et à la comparaison de ces deux entretiens, la méthode de l'analyse thématique a été privilégiée avec une séparation stricte des éléments ayant trait aux pratiques et ceux ayant un rapport avec les représentations. Dans la partie sur les pratiques l'objectif est de décrire et d'analyser le contenu concret du travail de ces analystes ISR et le contexte organisationnel dans lequel s'insère cette activité. Sur la partie représentations, il s'agit d'analyser et de comparer les opinions et les jugements que peuvent porter ces analystes ISR sur les structures dans lesquelles ils travaillent et sur leur propre activité.

### **A) Pratiques : aspects concrets du métier d'analyste ISR et organisation interne**

#### **a) Etape 1 : Méthodologie et construction de la grille de lecture**

Dans les deux entretiens, nous avons demandé explicitement aux deux enquêtés de décrire étape par étape leur activité. Dans les deux cas, le premier point abordé par Paul et Jeanne n'est pas, comme on pourrait peut-être s'y attendre la collecte de l'information aux entreprises, mais la question de la construction de la méthodologie et des grilles de lectures.

Paul et Jeanne travaillent à partir d'une grille d'analyse générale commune à tous les secteurs. Celle-ci a été établie au préalable par le ou les responsables de la recherche de leur agence respective. Elle porte la marque de l'orientation extra-financière que les agences souhaitent donner à leurs produits de recherche. Les deux analystes ont alors en charge avec les autres membres du secteur d'activité qu'ils ont la charge de couvrir, d'adapter cette grille générale aux enjeux du secteur, voire des sous-secteurs composant ce secteur. Ce travail d'adaptation de la grille de lecture générale permet aux analystes ISR d'être en possession de grilles de lecture pré-établies pour le secteur et les sous-secteurs qu'ils sont censés traiter. Pour Paul, cette étape est cruciale car elle permet de se poser les bonnes questions sur les entreprises avant d'entrer dans la collecte de l'information et la production de l'analyse et de la notation :

« Mais bon il ne faut pas oublier que le résultat final, le caractère satisfaisant de ta fiche dépend beaucoup de la pertinence de ta grille de lecture de départ. Si dès le départ tu as su résoudre les problèmes de définition des enjeux, tu es quasiment assuré que l'analyse se déroulera plus facilement. »  
*Paul.*

La construction de ces grilles de lecture par secteur ne se fait pas de manière solitaire. Paul et Jeanne doivent tout deux entrer dans un processus d'argumentation avec leurs collègues pour définir les enjeux précis du secteur en question et les pondérations à attribuer à chaque critère. Ces phases d'argumentation semblent très informelles. Jeanne décrit des séances de brainstorming où chaque analyste ISR donne son avis. Cet aspect informel l'effraie d'ailleurs un peu. Pour combattre cet aspect informel, elle appuie son propre argumentaire sur des éléments quantitatifs qu'elle considère comme plus objectifs.

« Et bien en fait, chaque analyste va argumenter pour expliquer pourquoi il pense que ce critère doit être considéré comme plus ou moins important. Il y a un échange entre les membres de l'équipe pour arriver à tomber d'accord, et chacun fait valoir son point de vue. Le plus souvent, en tout cas c'est comme ça que je procédais, il faut asseoir son argumentation sur des exemples quantitatifs. Quand j'argumente que X s'est pris 150.000 dollars d'amende pour des questions de conflits d'intérêt parce qu'ils ont mal agi, ça a un poids certain sur le fait qu'il soit nécessaire de passer à la hausse ce critère. En gros c'est ça l'idée, il faut mettre en avant les arguments les plus quantitatifs qui te permettent de dire telle ou telle chose. » *Jeanne*

Dans l'organisation de Paul, ces périodes d'argumentation sont aussi assez informelles mais semblent à la fois plus encadrées par la hiérarchie et balisées par les orientations méthodologiques prises au préalable par la direction :

« On essaie d'arriver au consensus par le dialogue mais c'est vrai qu'il arrive qu'on ne soit pas d'accord, là par exemple, on est sur la question de l'aménagement du travail, avec une autre analyste, on est tenté d'activer ce critère dans notre secteur alors qu'un autre analyste pense que cela ne vaut pas le coup. Dans tous les cas, c'est le chef de production qui est censé trancher, en cas de désaccord, de doute, il faut aller voir les responsables des différents critères aussi parce qu'ils peuvent nous aider à avancer [...] Et bien on revient à la méthodologie, on peut aussi invoquer l'air du temps, les sujets qui nous semblent émerger, ça c'est un peu au feeling mais ça peut marcher. Mais c'est vrai que la méthodologie c'est plus béton si tu peux t'appuyer dessus, c'est la colonne vertébrale, le côté professionnel. Mais c'est vrai que l'argumentaire, ça se fait de manière assez informelle. » *Paul*

Un autre élément soulevé par les deux analystes ISR est la nécessité de prendre en compte les dernières avancées réglementaires et les grandes mutations de l'opinion dans la grille de lecture, qui pour eux doit être toujours en perpétuelle évolution, pour être pertinente. Paul souligne alors que cette volonté d'actualisation constante des grilles de lecture impulsée par les analystes n'est pas forcément du goût de la direction et des équipes commerciales qui ont la mission de vendre les produits de recherche de l'agence aux investisseurs. Celles-ci ressentent le besoin d'offrir un produit qui ne change pas tous les mois à leurs clientèles. L'observation participante confirme que dans cette agence, la direction et les équipes commerciales tentent de tempérer ce désir des analystes ISR de faire toujours évoluer les grilles de lecture pour être au plus prêts des enjeux émergents.

## b) Etape 2 : La collecte d'informations

La deuxième étape évoquée après ce travail sur les grilles de lecture est la collecte d'information sur les entreprises. Chez les deux analystes, deux documents sont présentés comme les documents de référence: le rapport annuel et le rapport développement durable s'il existe :

« Et bien là on passe à l'étape que nous partageons en commun avec toutes les agences de notation , c'est-à-dire à l'analyse de la politique de l'entreprise qui passe essentiellement par le lecture des rapports annuels et des rapport développement durable s'il existe. On lit donc ces rapports en gardant en mémoire les enjeux. » *Jeanne*

« Bon en gros les documents sur lesquels on travaille le plus, c'est le rapport annuel et le rapport DD, s'il y en a un. » *Paul*

Les deux analystes ISR peuvent se procurer ces documents sans passer directement par les entreprises. Néanmoins, Jeanne et Paul précisent qu'ils préviennent au début de cette collecte d'information les entreprises pour leur annoncer qu'elles vont être évaluées. Dans ce cadre, ils incitent les entreprises à leur envoyer l'ensemble des documents officiels susceptibles d'être utiles à l'évaluation. Tous les deux soulignent qu'il est vraiment judicieux de prévenir les entreprises dès le départ car le calendrier d'évaluation -collecte d'information et production de l'analyse et de la notation- se déroule sur un temps réduit : 5 mois pour 8 entreprises pour Paul et 1 mois pour 3 entreprises pour Jeanne. Les deux analystes ISR insistent sur le fait qu'il faut renoncer à l'idée de traiter les évaluations d'entreprise l'une après l'autre. Il faut, pour pouvoir achever son panel dans les temps, commencer toutes les évaluations simultanément.

Les modalités pratiques de prise de contact et de relations sont cependant assez différentes entre Paul et Jeanne. Dans l'agence de Paul, un service distinct a pour fonction d'identifier les bons interlocuteurs dans l'entreprise pour l'analyste ISR. Il peut s'agir du responsable développement durable mais aussi du responsable des ressources humaines ou de l'environnement. Dans l'agence où travaille Jeanne, les pratiques sont plus artisanales. Il revient à Jeanne d'identifier les bons interlocuteurs. Cette identification ne lui paraît d'ailleurs pas très difficile et en dernier recours, elle peut compter sur les ressources de sa direction :



« On était immédiatement en contact avec le responsable DD sans trop d'effort. Le plus souvent, il suffisait de regarder sur le site Internet pour trouver le contact adéquat et bon parfois, mais c'était rare, le directeur nous aiguillait sur la bonne personne dans la boîte grâce à son carnet d'adresse. Bon si ne trouvait pas le responsable DD, on passait par le responsable investisseur et l'information était rapidement transmise. » *Jeanne*

La collecte directe d'information auprès des entreprises n'empruntent pas les mêmes chemins pour les deux analystes et leur posent d'ailleurs des problèmes assez différents.

Paul après avoir fait une première lecture de la documentation officielle et l'ayant croisée avec sa grille de lecture établie au préalable revient vers l'entreprise avec des questions très ciblées qui sont envoyées par voie électronique :

« Bon et bien à partir de là tu peux commencer à formuler un véritable questionnaire, soit parce qu'il y a des données qui te manquent car tu n'as pas eu de réponses ou juste parce que tu penses que c'est nécessaire d'affiner l'analyse en obtenant par exemple des chiffres plus précis. Donc là tu aboutis facilement à trois pages de questions soit une quarantaine de questions qu'il faut renvoyer à l'entreprise et bon là l'exercice devient assez délicat parce que tu dois leur demander tous ces éléments sans les matraquer non plus. Les questions tu les envoies par e-mail mais là encore c'est plus sage de les contacter directement pour établir un contact humain. » *Paul*

Dans ce passage, Paul exprime son souci d'entrer en contact direct par téléphone avec l'entreprise. C'est un élément qui revient plusieurs fois dans son discours. Paul exprime l'idée que pour que l'évaluation se déroule de manière plus efficace, il est vraiment utile d'établir un contact direct avec l'entreprise. Paul suggère aussi que tous les analystes ISR faisant partie de son organisation ne font pas cet effort. Il s'agit pour lui d'une question de motivation. Certains analystes ISR ont envie d'approfondir leur travail, ils privilégient ce contact téléphonique direct.

« J'ai appris ça sur mon premier panel où je l'ai pas forcément assez fait mais il faut privilégier le contact humain au maximum je pense, essayer d'avoir au moins 50% de tes échanges de manière directe par le téléphone.

**Et tes collègues sur cette question, ils procèdent comment ?**

Et bien c'est très éclectique, tu as plusieurs écoles. Certains mettent un point d'honneur à avoir les gens en direct mais bon, c'est vrai que joue la aussi une question de motivation, il me semble même si c'est pas toujours vrai non plus... Bon en gros cela dépend de l'analyste, s'il est motivé, s'il a envie que le travail soit bien fait. » *Paul*

En revanche Paul affirme que si la direction de l'agence les incite à faire des visites de sites d'entreprises, les entretiens en face à face lors des phases d'évaluation ne sont pas du tout pratiqués. Paul, pour sa part, n'a jamais eu l'occasion de rencontrer en face en face la direction d'une des entreprises qu'il a la charge d'évaluer.

« Non, il n'y a pas d'entreprises, je pense qui demande à nous rencontrer personnellement pour nous exposer leur politique. Bien sûr, nous sommes vivement invités par notre direction à faire des visites de

site pour bien s'imprégner des enjeux et du modèle économique de l'entreprise et de son secteur activité, cela montre bien qu'on s'intéresse, qu'on va sur le terrain et qu'on n'est pas déconnecté des réalités. Enfin bon admettons qu'une entreprise souhaite nous rencontrer, il faudrait éviter de le faire pendant la phase d'évaluation à proprement dite pour éviter d'être influencé dans notre jugement, il faudrait le faire avant ou après dans tous les cas pour éviter le conflit d'intérêt.

**Mais cela reste possible si les entreprises le demandent ?**

Oui cela reste possible si ce n'est pas pendant la période d'évaluation, et puis les visites de site, c'est très conseillé pour bien montrer qu'on peut aller sur le terrain, qu'on est pas des faiseurs de conte. Mais c'est vrai qu'aller voir les entreprises en direct, ça peut être limite, je me rappelle, il y avait une entreprise qui avait proposé à une analyste un voyage à Rome tout frais payés dans un super hôtel pour venir les voir et notre président avait refusé tout net. » *Paul*

Il regrette d'ailleurs un peu le fait de n'avoir aucun contact direct avec les niveaux stratégiques des entreprises, ces contacts étant intégralement pris en charge par les niveaux hiérarchiques les plus élevés de sa propre direction, ce qui l'amène à exprimer un certain malaise sur les choix organisationnels faits:

« C'est vrai qu'on a rarement accès au niveau stratégique de l'entreprise, là c'est notre président qui gère et des fois c'est un peu absurde. Ils appellent pour un détail sur un draft et au lieu de nous les passer directement pour qu'on puisse leur expliquer, il faut l'envoyer à ton chef qui l'envoie au président qui finalement ne maîtrise pas l'évaluation parce qu'il ne l'a pas fait et forcément patauge, donc repasse par ton chef, qui repasse par toi... C'est un peu compliqué, c'est un type de politique qui consiste à éviter les contacts entre analystes et certains niveaux hiérarchiques dans les entreprises, bon c'est un problème de confiance et c'est assez illustratif d'un manque de cohésion entre les analystes et la direction. » *Paul*

Jeanne exprime aussi un malaise. Celui-ci se porte sur la totalité de la question de la collecte de l'information. En effet, cette pratique semble beaucoup moins balisée que dans l'agence de Paul. Son principal souci est la masse inégale d'informations envoyées par les entreprises. Certaines sont décrites comme très réactives (les françaises, les néerlandaises), avides de contacts directs et prêtes à faire circuler des informations confidentielles alors que d'autres, notamment les américaines, se contentent de délivrer les informations légales contenus dans les documents réglementaires. Jeanne ne saisit pas bien comment il est possible de réaliser une évaluation impartiale des entreprises d'un secteur d'activité quand certaines vous abreuvent d'informations et que les autres sont beaucoup plus modérées :

« Comment juger de la même manière une entreprise que tu juges par rapport aux informations contenues dans les rapports et une entreprise qui t'abreuve de documents, dont certains sont assez confidentiels et dans laquelle tu as eu des contacts approfondis avec les directions concernés ? Quand est ce que on n'entre pas plutôt dans un processus de notation sollicitée ? Moi c'était vraiment un truc qui me posait problème et j'ai soulevé cette question plusieurs fois auprès de ma direction pour mettre en avant que la règle n'était pas claire, la règle étant qu'on lisait les rapports officiels et que le reste c'était au bon vouloir de l'entreprise... Il avait donc un problème de définition du périmètre des éléments que chaque analyste devait prendre en compte pour son évaluation auquel il fallait ajouter ce paramètre crucial que en théorie un analyste ne peut pas passer plus de 5 jours sur une évaluation... »  
*Jeanne*

Paul n'exprime pas du tout ce malaise. Il semble que dans son organisation, les règles sur la collecte d'information soient plus claires. Il s'agit d'éplucher les documents officiels et de compléter les informations manquantes au renseignement de la grille d'analyse par un questionnaire ciblé.

Sur les entretiens téléphoniques et en face à face, les règles semblent aussi plus floues pour Jeanne que pour Paul. Alors que Paul précise que si des entretiens approfondies devaient avoir lieu avoir les directions d'entreprises, ils devraient se dérouler en dehors de la période d'évaluation du panel, Jeanne, elle, accepte ses entretiens pendant la phase d'évaluation mais après s'être fait une idée préalable en lisant la documentation officielle. Le problème principal exprimé par Jeanne sur les entretiens, à côté de celui de l'inégalité du niveau d'information est celui du temps.

L'intégralité de l'entretien de Jeanne est marquée par l'expression du manque de temps qui l'empêche de mener complètement à bien sa mission. Jeanne explique qu'il lui arrive de refuser des entretiens téléphoniques et surtout en face à face car elle ne peut se le permettre en terme d'organisation matérielle de son temps:

« Faire une réunion avec au minimum 5 personnes dont le seul objectif est de te gaver d'information, ça te prends au moins une demi journée si ce n'est pas plus. Et en plus il ne faut pas l'accepter avant d'avoir fait une analyse préalable des rapports sinon tu perds ton sens critique. Quand tu sais que tu a 5 jours en tout pour boucler un rapport, perdre une demi journée ou une journée en entretien, tu le réfléchis à deux fois. Un des derniers rapports que j'ai eu à faire c'était pour X et ils voulaient absolument qu'on vienne les voir, ils étaient même allés jusqu'à nous proposer de me payer le billet d'avion pour venir jusqu'à eux. Bon et puis au-delà du côté strictement matériel, moi ça me posait aussi pas mal de questions sur les limites de la méthode. » *Jeanne*

Jeanne revient à d'autres moments de l'entretien sur ce point des cadences de travail :

« Au niveau horaire c'était encore correct , je faisais 9 heures 19 heures mais c'est surtout l'intensité du travail qui était usante, c'est par rare qu'on ne mange pas et puis il y avait toujours cette pression de ne pas arriver à finir ce que l'on avait à faire... Cette surcharge de travail faisait qu'on bâclait tout à la fin, qu'on était obligé de refuser de faire des conférences téléphoniques avec les entreprises parce qu'on n'avait pas le temps matériel de le faire. » *Jeanne*

Paul exprime une plus grande sérénité par rapport à ses propres cadences de travail. Il met en avant que le rythme peut être parfois difficile en période de bouclage d'évaluation car il commence vers huit heures du matin pour finir vers vingt-deux heures voire vingt-trois heures du soir. Toutefois à la grande différence avec Jeanne, sur les 5 mois que dure l'évaluation de son panel, les analystes ISR de son agence adoptent pendant deux mois une cadence de travail plus calme qui leur permet de récupérer :

« En théorie, dès que t'as fini un panel, t'es censé embrayer sur un autre... Bon, en pratique, c'est plus nuancé, tu n'es pas sans cesse à la puissance maximum, au début d'un panel, c'est plus cool, tu prends le temps de t'informer, de lire, de te rendre dans des colloques bref tu te cultives sur ton secteur et ton domaine d'expertise, donc c'est quand même plus cool. Donc en fait sur 5 mois, il y en a deux qui sont plutôt cool et puis c'est vrai 3 mois où tu es dans la production de fiches. Alors ce n'est pas forcément écrit dans ton planning mais ils le savent très bien ce qui se passe. » *Paul*

Le choix d'organisation du calendrier d'évaluation conditionne donc en partie le rapport au temps des deux analystes ISR. Le nombre d'entreprises à évaluer sur une période donnée et le temps matériel disponible pour mener chaque évaluation semble aussi avoir un impact non négligeable. Jeanne, tous les mois, doit boucler l'évaluation de trois entreprises, soit une moyenne de 15 entreprises sur 5 mois. Paul, lui, a cinq mois pour organiser les évaluations pour 10 entreprises, soit un nombre considérablement plus réduit. Concernant le temps consacré à l'évaluation de chaque entreprise, tous deux se positionnent sur la durée officielle de 5 jours, soit une semaine. Toutefois Jeanne dans son entretien parle parfois de trois jours alors que Paul explique que certains analystes ISR de son agence prennent des retards de trois semaines sur l'évaluation de leur panel. Par ailleurs, nous aborderons ce point plus tard, Jeanne ne se consacre pas uniquement à la notation indépendante des entreprises au profit des investisseurs alors que c'est le cas de Paul.

La collecte de l'information peut aussi passer comme nous l'avons vu dans la partie précédente par la collecte de l'information auprès des parties prenantes. La plupart des agences d'analyse et de notation soulignent officiellement la nécessité de croiser l'information provenant des entreprises avec celles des parties prenantes. Sur ce point, les entretiens amènent à émettre une position plus réservée sur ce recours aux parties prenantes. Jeanne ne fait jamais mention de ce type de sources d'informations. La collecte d'informations semble strictement passer le recueil d'une information produite par l'entreprise. Quant à Paul, sa position est encore plus explicite. Il juge que les contacts et les rapports avec les parties prenantes sont quasi-inexistants. Il invoque ici des enjeux économiques qui seraient les véritables sources du blocage. Il souhaite pour sa part relancer ces relations avec les ONG et le monde syndical :

« J'ai l'impression que cela pourrait être fortement amélioré. Il pourrait y avoir un investissement plus fort des analystes sur cette question, une amélioration des relations qui pourrait permettre un affinement du travail sur les controverses si on pouvait avoir un véritable réseau de contact chez les ONG et les syndicats. Il faudrait mettre en place des partenariats mais bon le problème c'est que nous on fait de l'argent avec ces informations, donc ça peut poser problème mais il y aurait bien des façons de contourner ce problème s'il y avait un effort pour établir un véritable processus de relations. » *Paul*

### c) Etape 3 : Production de l'analyse et de la notation

Après la collecte de l'information, vient le temps, pour les deux analystes, de son traitement. Les deux analystes, après avoir renseigné leurs grilles de lecture avec les informations collectées aboutissent à la production de fiches descriptives des entreprises et d'une notation.

Les deux analystes expliquent ici alors qu'ils envoient leur production au niveau hiérarchique supérieur pour que ce dernier contrôle le contenu de l'information produite par l'analyste ISR. Les similitudes s'arrêtent là. L'agence pour laquelle travaille Paul semble avoir mis en place des processus de contrôle très poussés de la production de ces analystes ISR alors que si l'on suit les propos de Jeanne, le mécanisme est beaucoup moins abouti dans son agence.

Jeanne reproche principalement à l'organisation mise en place par son agence de plus se préoccuper de la forme que du fond de la production. Par ailleurs, elle estime que le travail d'harmonisation de la production des différents analystes ISR n'est pas fait. La production se trouve alors empreinte d'une subjectivité propre à chaque analyste ISR que Jeanne trouve déplacée. Elle justifie alors ce qui représente un manque de professionnalisme pour elle par le problème du manque de temps :

« Il y avait vraiment parfois des tons très militants alors que le boulot c'est de faire la part entre ce qui est objectif et ce qui est de l'opinion pure, non parce que des fois tu pouvais lire des trucs dans certains rapports du style, l'entreprise est présente en Chine, on peut supposer alors qu'elle a recours au travail des enfants... franchement tu peux pas dire ça, normalement le chef d'équipe qui relit chaque rapport est censé éviter ce genre de truc ... mais bon normalement le travail sur la grille de lecture ça devrait protéger dans la trop grande subjectivité et offrir un véritable cadrage. Mais bon il ne faut pas oublier que le rythme de production était vraiment hallucinant

**Mais le chef d'équipe, il contrôlait pas plus que ça les contenus ?**

Tu sais le chef d'équipe, il avait un boulot de fou il avait exactement la même charge de travail que les autres, plus à s'occuper du management de l'équipe...Bon quand même quand c'était une entreprise qu'on savait très concernée et qui posait de gros enjeux comme les pétrolières, le directeur de recherche relisait le rapport avant l'envoi. » *Jeanne*

Dans l'agence de Paul, l'organisation du contrôle de la production apparaît beaucoup plus formalisé. Des groupes de relecture sont chargés de vérifier la forme alors que d'autres spécialisés sur un des domaines extra-financiers couverts par l'agence contrôle spécifiquement la production de l'analyste ISR sur ce domaine. Les groupes de lectures reviennent alors vers l'analyste ISR pour lui proposer leurs éventuelles modifications. Paul, à la différence de Jeanne, est très satisfait de ce mode d'organisation :

**Et pour toi le point fort de ton employeur, ça serait quoi ?**

Les procédures de contrôle de la production par les comités de lecture qui démontrent un réel souci de professionnalisation de la démarche pour la direction. On retrouve ici un réel souci de professionnalisation du métier, une volonté de monter en expertise.

Après le contrôle de la production en interne, les analystes ISR ont l'obligation de communiquer leur évaluation qualitative et quantitative aux entreprises. Les entreprises ont alors un délai de réponse d'environ deux semaines pour réagir. Tous les deux se rejoignent sur la difficulté de l'exercice et des relations tendues qui s'instaurent alors parfois entre l'analyste ISR et son interlocuteur dans l'entreprise.

Jeanne évoque la diversité des positionnements des entreprises face à cette évaluation extra-financière. Certaines sont complètement indifférentes à cette évaluation alors que d'autres y portent un réel intérêt:

« A mon avis chez les entreprises il y a au moins deux écoles et du coup ça change assez leur rapport avec les agences. Les plus engagées qui ont engagé un responsable développement durable qui a lui-même constitué une équipe, on sent que clairement un des mandats qui lui a été attribués, c'est de gagner des bonnes notes auprès des agences de notation. En général, ils ont vraiment l'air sous pression, on sent qu'il pourrait se faire virer s'il n'obtient une bonne évaluation. C'est un vrai enjeu pour des mecs qui n'ont pas forcément les coudées faciles dans leur propre entreprise. Bon après il y a les super sceptiques, qui n'ont pas de département et chez qui les rapports vont aller dans les directions investisseurs et bon là c'est mon humble avis devant certains rapport qu'on a pu leur rendre, ça m'étonnerait qu'ils aient été super convaincus... » *Jeanne*

Jeanne et Paul remarquent, tous les deux que certaines entreprises tentent d'exercer une pression sur les analystes ISR pour leur faire modifier leurs positions. La plupart se contentent d'entrer dans un dialogue souvent cordial, parfois musclé avec l'analyste ISR. D'autres vont jusqu'à réécrire des passages entiers de l'analyse extra-financière. Certains qui n'ont jamais répondu aux mails répétés de l'analyste ISR s'insurgent parfois de manière assez violente sur cette évaluation dont elles n'ont soi-disant jamais entendu parlée. Jeanne insiste cependant sur la nécessité d'entrer dans ce processus de confrontation avec les entreprises :

**Et tu penses que c'était une mauvaise idée d'envoyer les rapports aux entreprises ?**

Non je trouve que c'est vraiment la base d'un travail un tant soit peu sérieux. Il faut bien soumettre son travail à des avis contradictoires pour avancer et les mieux placées quand même pour donner cet avis c'est bien les entreprises. Il faut quand même être capable d'expliquer pourquoi tu affirmes telle ou telle chose. C'est normal, l'analyste doit savoir défendre son avis quand une entreprise lui suggère de supprimer tel ou tel passage de son commentaire et bon comme je te le disais le mieux c'est de pouvoir axer ton argumentation sur des données quantifiées.

**Tous les analystes arrivaient à se plier à ce jeu de confrontation ?**

En tout cas moi je le fais après certains autres je ne suis pas sûr qu'ils ne se défilent pas un peu. C'est facile, tu dis que tu as envoyé le rapport et que tu n'as pas eu de retour. Tu ne prends pas les coups de téléphone....

Jeanne dans la description du contenu concret de son travail s'arrête là. Paul va plus loin en décrivant ce que deviennent les évaluations et les notes qu'il vient de donner à son panel d'entreprises. Ces données sont alors communiquées à un autre département de l'agence qui a pour fonction de retraiter l'information produite par les analystes afin de l'intégrer dans la base de données finales vendues aux investisseurs. Le système du scoring/ranking est alors décrit.

L'analyste ISR donne des scores absolus aux entreprises qu'il a la responsabilité de noter par rapport à la grille d'analyse pré-établie. Le système informatique retraite cette information pour donner le positionnement relatif de l'entreprise par rapport à son secteur en fonction de seuils de répartition pré-établis. L'analyste ISR ne joue aucune fonction lors de ce traitement informatique de son analyse. Il peut cependant, s'il estime que le ranking produit par l'outil informatique est trop éloigné, de son propre scoring, porter une réclamation. Paul affirme cependant que les cas de divergence sont rares. Après cette dernière vérification par l'analyste ISR, l'équipe commerciale est chargée de communiquer les nouvelles évaluations aux clients investisseurs.

#### *d) Modèles organisationnels, formations et relations avec l'extérieur*

Dans cette dernière partie sur les pratiques, il s'agit d'aborder tous les thèmes annexes qui débordent de la stricte description de l'activité principale de l'analyste ISR.

Dans les deux agences, la fonction de l'analyste ISR ne se cantonne pas à l'activité d'analyse et de notation des entreprises qui permet à l'agence de vendre son produit de notation indépendante ou déclarative<sup>231</sup>. Les modalités de cet élargissement se révèlent cependant bien différentes.

Jeanne doit gérer la production d'autres produits d'évaluation sur mesure. Ces derniers ont été vendus, selon elle, pour récupérer toutes les ressources potentielles de rémunération. Elle cite trois de ces produits sur mesure. Deux d'entre eux consistent à remplir une grille d'analyse élaborée par des clients investisseurs. Le dernier nécessite la production en une journée d'un rapport condensé d'évaluation extra-financière d'une entreprise non comprise dans l'univers de couverture de l'agence. Dans les trois cas, Jeanne déplore la création de ces

---

<sup>231</sup> Voir glossaire

produits qui augmentent encore les fréquences de travail des analystes ISR et dont elle doute du réel apport lucratif. Il est aussi arrivé à Jeanne même si son activité est centrée sur la notation indépendante, de participer à la production d'une notation sollicitée<sup>232</sup>.

Pour Paul au contraire, les activités qui sortent du strict cadre de l'analyse et de la notation des entreprises sont jugées de façon très positive. Son organisation a choisi de permettre à ses analystes ISR de s'extraire pour 15% de leur temps de la seule fonction de production d'analyses et de notations. Les analystes ISR sont invités à non plus se regrouper par secteur d'activité mais par spécialisation sur les problématiques extra-financières. L'objectif affiché est de permettre aux analystes ISR de faire progresser leur expertise sur une ou deux de ces problématiques en échangeant entre eux :

« La direction a justement créé ce truc pour nous sortir de l'aspect production pure, pour nous faire prendre du recul. Ce n'est pas du tout vécu comme une contrainte par les analystes, bien au contraire, c'est plutôt l'aspect cool du métier, un moment où on peut développer notre réflexion. » *Paul*

Paul, à la différence de Jeanne n'a jamais eu à produire d'autres produits d'évaluation ou de participer à la notation sollicitée. Bien au contraire, les relations entre les analystes chargés de la notation indépendante et de la notation sollicitée sont très strictement encadrées. Ils ne travaillent pas sur le même système informatique et n'ont pas le droit d'échanger leurs opinions sur une entreprise. En revanche ils se côtoient dans les groupes où il s'agit de discuter des différentes problématiques.

Par ailleurs, Paul souligne à la différence de Jeanne qui qualifie la chaîne hiérarchique de son organisation comme très plate que les rapports hiérarchiques dans son agence sont très forts. Alors que Jeanne n'emploie jamais ce mot, il fait fréquemment référence au terme de « la direction » avec laquelle les analystes ISR de la notation indépendante n'auraient pas des rapports faciles. Il évoque même une « coupure » entre les analystes et la direction. Paul fait aussi mention d'autres pôles de compétences : direction informatique, équipe commerciale, équipe de la notation sollicitée à laquelle Jeanne ne fait jamais référence. Les fonctions ont l'air beaucoup moins établies que dans l'organisation de Paul.

Sur la question des salaires, Jeanne et Paul semblent bénéficier d'un salaire à peu près équivalent : entre 30.000 et 35.000 euros bruts. Nous sommes ici loin des standards de salaires beaucoup plus élevés dont bénéficient les analystes financiers<sup>233</sup>.

---

<sup>232</sup> Voir glossaire

<sup>233</sup> Godechot, O, 2004, op.cit, *L'appropriation du profit, politiques des bonus dans l'industrie financière*



En matière de formation prodiguée par son employeur, Jeanne, au profil généraliste, est assez sévère. Elle estime s'être formée seule grâce à la lecture des rapports annuels et de développement durable des entreprises. Son organisation de son point de vue n'a jamais fait d'effort sérieux pour procéder à une formation de ses analystes ISR:

« On peut dire qu'il y a une certaine forme d'autoformation car à force de lire des rapports et des documents, on apprend quand même pas mal de chose sur le fonctionnement des entreprises. C'est vraiment la lecture des rapports qui m'a appris des trucs avec tout un travail de décryptage des informations. Mais bon au niveau formation, on n'a jamais rien eu de sérieux. Des fois le directeur faisait venir des experts, on a eu un expert du changement climatique, une analyste financière. Bon voilà les gens te parlent de leur métier mais bon ça reste limité quand même. » *Jeanne*

Paul, qui a plus un profil de spécialiste, est plus modéré dans la description de l'effort de formation concret assumé par l'agence. Il pense avoir été soumis à une forme de formation même si dans l'ensemble, les choses pourraient être fortement améliorées :

« Quand tu arrives, tu as des mini formations de 2 à 3 heures avec les responsables des problématiques. Ils te font un petit topo sur les grands questionnements méthodologiques et qu'est ce que cela signifie mais bon, ce n'est pas non plus de la philo. Après tu fais connaissance de la grille de lecture et tu dois bien maîtriser pour chaque critère l'ensemble des textes qui permettent de justifier l'existence de chaque critère. Le questionnaire est précis et la grille d'analyse l'est aussi, donc tu ne pars pas du tout dans le flou même si tu as toujours la possibilité d'aller voir quelqu'un pour lui demander ce que veut dire tel ou tel critère. [...] C'est un truc qui est justement en discussion aujourd'hui cette question de la formation, pour que les choses montent un peu en puissance et que tout le monde puisse bénéficier des formations nécessaires. » *Paul*

Les principales relations établies avec l'extérieur par les analystes ISR sont comme nous l'avons vu plus haut les relations plus ou moins cordiales entretenues avec les entreprises. Jeanne évoque aussi des relations avec certains investisseurs qu'elle ne paraît guère avoir appréciées :

#### **Et tu avais des rapports avec les investisseurs ?**

« Et bien en théorie non, puisque c'était les services de communication qui s'occupaient de la relation clientèle mais bon ils nous arrivaient de les avoir au téléphone quand il s'agissait du contenu des rapports. Bon en gros le principal des conversations, c'était pour aller chercher la petite bête : vous croyez pas quand même que sur X et les droits de l'homme en Birmanie, il se passe pas des trucs... » *Jeanne*

Paul ne semble pas encore avoir eu ce type de contact avec les investisseurs. Il précise de son côté que la direction de l'agence incite fortement les analystes ISR à se rendre à des manifestations et à des colloques à l'extérieur :

« On a une base de données qui recense tous les colloques, les événements qui peuvent avoir lieu. On a la possibilité d'y aller et je dirais même qu'on est encouragé à le faire pour bien maîtriser les enjeux

d'un secteur car quand tu as participé à deux ou trois évènements de ce genre et bien la problématique du secteur te rentre bien dans la tête. » *Paul*

**D'une agence à une autre, nous pouvons, après cette analyse, affirmer l'hypothèse que le métier d'analyste ISR se définit essentiellement autour de l'activité d'analyse et de notation des entreprises, qui en constitue véritablement le cœur. Les analystes ISR passent la majorité de leur temps à analyser les entreprises, principalement à travers de la documentation officielle et assez peu par le biais d'entretiens directs.**

**Ce point est important à souligner car il marque une évolution de la situation qui prévalait à la fin d'ARESE. Comme le remarque Gond<sup>234</sup> dans son étude de cas consacré à cette agence, les analystes ISR entre 1997 et 1999 procèdent à une véritable révolution du système de collecte d'information. A la création de l'agence, un questionnaire fermé et un traitement statistique de l'information avaient été mis en place. Le rôle des analystes ISR devait se cantonner au départ à la saisie informatique de données qui allait permettre à la base de traitement statistique de produire une évaluation sur la qualité socialement responsable de l'entreprise. Progressivement, les analystes embauchés proposent le système plus souple de scoring où ils ont la charge de définir eux-mêmes les grands axes d'un référentiel extra-financier pour évaluer les entreprises. Pour construire et renseigner au mieux ce référentiel, les analystes proposent un système de collecte de l'information passant par des entretiens avec les directions des entreprises. Ce choix leur permet à la fois de se faire connaître des entreprises et de créer des grilles d'évaluation plus réalistes. Ce système de collecte par entretiens donne aux analystes une importance individuelle accrue.**

**Les deux agences dont font partie les analystes ISR et plus particulièrement celle de Paul, tout en gardant le principe du scoring semblent s'être détachées de cette pratique des entretiens approfondies avec les directions. Les organisations optent pour un questionnement plus ciblé visant à remplir le plus efficacement possible les grilles d'analyses pré-établies non plus par les analystes ISR eux-mêmes mais par les membres de la direction de leur organisation. Ce choix est d'autant plus facilité que l'information extra-financière a commencé à se structurer, ce qui n'était pas le cas du temps des débuts d'ARESE.**

---

<sup>234</sup> Gond, J-P, 2003, p82-83

**L'uniformité assez grande des pratiques qui se dégage n'empêche pas que d'une agence à une autre, les modèles organisationnels choisis peuvent considérablement influencer sur les pratiques concrètes de travail en terme de temps, de cadence et de production finale.**

Après cette exploration des pratiques, nous prolongerons l'analyse en nous intéressant aux représentations véhiculées par ces deux analystes ISR sur leur organisation et sur le métier qu'ils exercent.

### **B) Représentations : points de vue croisés sur l'activité d'analyse et de notation extra-financière et sur le métier exercé**

#### **a) Le modèle économique des agences en question**

Comme nous l'avons vu dans la partie précédente, la question du modèle économique et de la survie économique des agences est, dans le champ ISR, une question souvent débattue. Dans le guide d'entretien, nous avons donc fait le choix d'interroger les analystes ISR sur cette question.

Lorsque le thème est posé dans les deux entretiens, Jeanne et Paul évoquent en premier lieu la question de la notation sollicitée pour le compte des entreprises. Cette activité dans chacune de leur organisation semble être présentée comme l'activité la plus lucrative et qui pourrait à terme permettre à ces structures de trouver l'équilibre économique. La notation déclarative dont ils ont la charge paraît être présentée comme une activité nécessaire mais déficitaire :

« A ça c'est sûr... en réunion les membres de la direction ils n'arrêtent pas de nous le dire, que l'on a pas atteint l'équilibre financier, que si la notation sollicitée, ça marche plutôt bien, ça fait rentrer de l'argent, que sur la notation déclarative, c'est beaucoup plus tendu. Bon en même temps, je pense que c'est partout pareil... » *Paul*

Si les deux analystes ISR mettent en avant l'idée que leurs directions parient sur le fait que la notation sollicitée est la voie de l'avenir pour l'analyse extra-financière, ils émettent une opinion plus réservée sur cette idée. Paul pour sa part a du mal à croire à sa grande viabilité économique:

**Donc la survie économique des agences, c'est la notation sollicitée ?**

Pour le moment ça a l'air de pas mal marcher, ils ont l'air de signer pas mal de contrats ... En même temps je trouve que le fait qu'ils essayent d'aller faire de la notation sollicitée sur un périmètre plus élargie que les entreprises, je trouve pas que cela soit super bon signe, cela veut bien dire qu'ils ont du mal à convaincre les entreprises de réaliser l'exercice. Donc ça marche à un instant T mais faut voir d'autant plus qu'il ne faut sous-estimer le facteur temporel, une entreprise qui se fait faire une notation sollicitée pour faire un peu un état des lieux, elle va pas faire ça tout les ans, au minimum, elle le refera tous les 5 ans, donc ça réduit pas mal les perspectives. Du coup je ne suis pas forcément aussi optimiste que certains sur ce sujet. *Paul*

Quant à Jeanne qui a pratiqué elle-même l'exercice, elle en met en cause sa pertinence même et son intérêt réel pour les entreprises :

« Pour moi c'est un pur discours marketing, il n'y pas vraiment de différence avec la notation indépendante, c'est juste un peu plus approfondi... et c'est pour pouvoir vendre les produits de recherche. Quand tu réfléchis que certains groupes, c'est 100 000 personnes sur 200 sites de productions. Tu vas faire des entretiens approfondis avec toutes les directions concernés, tu vas aller voir deux ou trois site de production et t'entretenir avec les délégués du personnel. Voilà, toi tu dois faire une notation sollicitée avec une information pas du tout homogène, que tu ne vois pas par quel bout prendre pour donner un avis global sur un groupe... Moi à la limite je trouve que ça biaise ta capacité de jugement de te confronter à ces cas particuliers. Et puis c'est pareil là, les entreprises te noient de diverses documentations qui n'ont pas du tout le même statut.... Il faudrait pouvoir quantifier les choses, Il faudrait pour chaque indicateur donné par l'entreprise vérifier que les données sont correctes mais là alors quelle est la différence avec l'audit, ça devient de l'audit si on entre dans un processus de vérification et là je pense qu'il y a des gens qui feraient ça beaucoup mieux que nous. »  
*Jeanne*

Pour Jeanne, c'est la qualité de l'information extra-financière qui est en question, qu'il s'agisse de la notation indépendante ou de la notation sollicitée, décrit ici comme un approfondissement indésirable de la notation indépendante.

Jeanne juge que la faible qualité des données extra-financières est le principal facteur de freinage à la pertinence de l'analyse extra-financière. Elle souligne la nécessité de l'engagement des entreprises, comme pour les données financières, dans un processus de mise en place d'un référentiel commun. A la suite les autorités de régulation et les auditeurs devraient procéder au contrôle et à la vérification des informations produites par les agences. Cet effort lui semble une condition sine qua non du déploiement effectif de l'analyse extra-financière. La notation sollicitée n'aura plus lieu d'être car ces missions seront clairement identifiées à de l'audit et du conseil. La notation déclarative pourra alors se dérouler correctement et les analystes ISR faire correctement leur travail.

« Pour moi, il faut d'abord un travail de consolidation des données et qui porte sur tout le groupe et pas seulement le siège. Par la suite il faudrait que cette information soit vérifiée par les autorités compétentes. Tant qu'il n'y aura pas de référentiel commun, on va patiner, il faut le faire même si c'est un exercice complexe. » *Jeanne*

Un autre frein évoqué par Jeanne sur la question du modèle économique des agences d'analyse et d'évaluation extra-financières est la question de l'établissement du prix réel de cette analyse. Pour Jeanne, dans son organisation, le prix de l'analyse est sous-évalué :

« Pour moi le vrai problème qui n'est pas du tout traité à l'heure actuelle, c'est le prix de l'analyse. On n'arrivera à faire des bénéfices sur cette activité qu'en quantifiant combien cela coûte réellement de le faire et à partir de là vu ce que le marché est prêt à payer ce service, il faudra adapter le service sûrement en se restreignant sur le nombre de sujets à traiter en ne gardant que les plus pertinents. Par exemple quand on voit ce que mon agence a fait payer à cette société de gestion pour la notation indépendante, c'est-à-dire 40.000 euros pour avoir l'ensemble de l'univers sur un an c'est-à-dire 300 boîtes. On peut trouver ça pas mal comme ça mais quand on réfléchit, ça fait 120 euros le rapport sur lequel va passer en moyenne 5 jours un analyste, donc ça veut dire que tu dois pas payer cher l'analyste, il faudrait payer l'analyste 25 euros par jour pour s'en sortir. Bon je sais que l'idée c'est de vendre la même chose à plusieurs investisseurs mais comme on n'en est pas trop là et que même c'est compliqué... Il faudrait tout reprendre à zéro, faire une véritable évaluation des besoins du marché financier et puis après si cela peut valoir le coup du point de vue financier. A partir de cette réalité du marché, il faudrait pouvoir définir : un analyste c'est tant de jours avec tels objectifs réalisables. »  
*Jeanne*

Par ailleurs, les efforts de diversification du service aux investisseurs fait par les agences et passant par l'élargissement de l'univers couvert (couverture des pays) ne sont pas considérés par les deux analystes ISR comme un moyen potentiel de renforcer le modèle économique des agences. Jeanne, même si elle trouve l'exercice plutôt intéressant, avance l'idée que les agences ne sont pas les plus légitimes pour mener ce genre d'évaluation :

« Au départ j'étais franchement sceptique sur l'évaluation pays, je trouvais qu'il était impossible pour un analyste d'appliquer le même raisonnement qu'on peut avoir sur une entreprise sur un pays. Mais bon j'ai été obligé de travailler un peu plus profondément sur la question mais bien que je reste sur mes gardes, je commence à trouver ça très intéressant. Après pour moi il reste quand même un gros problème de légitimité des agences de rating à se placer sur cette évaluation. Les structures ad hoc sont plus la Banque Mondiale, l'OCDE. Nous c'est clairement pas notre métier, déjà que sur la notation entreprises, il y a encore des progrès à faire, je vois pas comment à l'heure actuelle, on peut s'attaquer à un morceau pareil. » *Jeanne*

Une des autres pistes couramment évoquées en Europe pour assurer une meilleure viabilité économique aux agences d'évaluation et de notation extra-financières est le débordement du cadre de l'ISR par la conquête du marché dit « mainstream » de la gestion d'actifs. Avant d'arriver à se positionner sur ce marché où la seule véritable question débattue est l'obtention du meilleur profit financier, l'analyse extra-financière selon certains des acteurs de ce champ doit faire les preuves des potentielles plus-values financière que pourrait apporter l'analyse extra-financière à la gestion d'actifs « mainstream ». Certains acteurs de l'analyse extra-financière n'hésitent pas alors à aller au bout du raisonnement<sup>235</sup> en affirmant

---

<sup>235</sup> Rapport Mistra, 2004, *Values for money, reviewing the quality of SRI Research*.

que la survie de l'activité d'évaluation extra-financière dépend de sa capacité future à prouver que la prise en compte de certaines problématiques extra-financières est source de performances financières. Lors de l'entretien, nous avons soumis cette hypothèse aux deux analystes ISR pour savoir s'ils jugeaient cette voie concrètement plausible et souhaitable.

Pour Jeanne, cette hypothèse est plutôt souhaitable mais pas toujours concrètement possible. De son point de vue, cette question se réduit à la question de savoir si on peut quantifier l'impact financier de chaque critère extra-financier et partant si on pourrait grâce à cette quantification faire entrer ces critères extra-financiers dans les modèles quantitatifs financiers d'évaluation des performances.

La faisabilité de cette quantification dépend pour Jeanne de deux facteurs principaux : des critères extra-financiers eux même et de la capacité de l'analyse financière de s'emparer de l'analyse extra-financière pour la traduire dans ses propres modèles d'évaluation. Certains critères sont plus faciles selon Jeanne à quantifier que d'autres. Le réchauffement climatique, par exemple, est un domaine où une pléthore de chiffres est disponible notamment grâce à la présence de réglementations très précises portant sur des aspects quantitatifs. En revanche, Jeanne s'interroge sur la possibilité de définir quantitativement l'effet de la violation des droits de l'homme par les fournisseurs d'une entreprise sur la réputation de cette dernière.

Paul partage encore plus fortement que Jeanne cette réserve sur la pertinence de cette tentative d'articuler l'analyse extra-financière à la performance financière qu'il relie pour sa part à la question de la quantification du risque financier :

« Vu que personne aujourd'hui n'a réussi à prouver les liens entre RSE et performance financière, pourquoi nous on y arriverait franchement ? Je ne suis pas sûr qu'on ait les outils pour faire ce travail sur le risque, on n'a pas cette expertise et c'est dangereux d'aller affirmer des trucs aux investisseurs sur le risque alors qu'au fond, on n'en sait pas grand-chose... Ce qu'on peut raconter sur le risque aujourd'hui, ça peut intéresser des ONG, des parties prenantes militantes mais pour des investisseurs dont le métier, c'est faire du profit, je ne suis pas persuadé qu'on puisse réellement les aiguiller sur leurs risques financiers... Donc ce truc du risque, c'est un peu tendu mais en même temps, à priori c'est une des orientations que souhaitent prendre la direction et chez les analystes, c'est loin de faire sens. » *Paul*

Paul suggère l'idée que ce travail n'est pas du ressort du métier des agences d'analyse et de notation extra-financières dont les préoccupations ne sont pas exactement similaires à celles de leurs clients investisseurs. Il rejoint ici Jeanne qui suggère, elle, que ce travail de quantification des impacts financiers des critères extra-financiers ne pourra être réalisé qu'à travers une collaboration étroite avec l'analyse financière.

Les deux analystes ISR interviewés possèdent finalement des visions assez pessimistes sur les évolutions potentielles du modèle économique des agences. Ils ont à la fois

peu d'espoir dans la solution de la notation sollicitée et dans celle de la conquête de la totalité de la gestion d'actif par la démonstration des vertus financières de l'approche extra-financière. Nous allons maintenant ici analyser les appréciations qu'ils portent chacun sur leur métier.

### b) L'appréciation du métier d'analyste ISR

Paul et Jeanne ont en commun une appréciation mitigée du métier qu'ils exercent. Il est à remarquer que les premières appréciations qui se sont dégagées spontanément des entretiens sont plutôt des impressions négatives. Pour Jeanne, comme nous l'avons évoqué plus haut, le point le plus négatif est la cadence et l'intensité du travail qui lui paraît intenable sur le long terme :

« On fait reposer sur des profils junior un travail et des responsabilités écrasantes. Pour moi, un analyste ISR au bout d'un an et demi, il est lessivé, il faut qu'il fasse autre chose, il ne peut pas continuer à bouffer sans relâche du rapport annuel, d'ailleurs en réalité, tu vois que c'est ce qui se passe, pour les analystes c'est souvent un tremplin vers d'autres activités plus reposantes. De toute manière quand tu vois le turn over des analystes, tu te dis que quelque part, les positions ne sont pas très tenables à terme, t'essaie de bosser pour une société de gestion, tu deviens directeur développement durable d'une boîte mais bon en gros t'essaie de faire autre chose. » Jeanne

Ces deux aspects expliquent pour Jeanne, un fort taux de rotation des analystes ISR dans les agences. Paul fait aussi état de ce fort taux de rotation mais ne l'attribue pas aux mêmes facteurs. Pour lui ce qui est en cause est la monotonie du métier d'analyste ISR, le manque de reconnaissance et le caractère relativement peu agréable des rapports entretenus avec les représentants des entreprises:

#### **Et tu parlais du fort taux de turn over, tu l'attribues à quoi ?**

Premièrement au fait que cela ne soit pas forcément un boulot super excitant au fond. Deuxièmement, de nombreuses personnes ont l'impression que ce métier est en train de se diriger vers un boulot de remplisseur de cases et ça ne plaît pas forcément à tout le monde. Et puis troisièmement, on ne peut pas nier qu'il existe une forme de ressentiment envers la direction. Les gens qui pour certains, pendant deux ans, se sont investis comme des fous pour que les choses marchent ont l'impression de n'avoir obtenu aucune reconnaissance de la direction pour avoir fourni un tel effort. Donc c'est vrai que les analystes, lorsqu'ils ont une opportunité ailleurs qui sont des gens qui sont là depuis un petit bout de temps, au moins deux ans et bien ils s'en vont. Dans l'état actuel des choses, c'est un boulot à la fois pas très exaltant par le côté bête et méchant de l'analyse et plutôt stressant dans le rapport qu'on peut avoir avec les entreprises. *Paul*

L'expression de « remplisseur de case » revient très fréquemment dans l'entretien de Paul. Elle est souvent opposée à celui d'expert. Selon lui, les choix organisationnels pris par la direction entraînent cet état de fait. Il pense que la méthodologie a été conçue pour que les

analystes soient interchangeables. Il est alors pris dans un dilemme car il reconnaît à la fois la nécessité de l'effort de standardisation de l'information extra-financière pour la progression générale du métier mais rejette l'aspect rébarbatif de ce travail qui finalement lui revient. Paul ne veut pas être un remplisseur de case, il veut « monter en expertise » et devenir un expert d'un des domaines extra-financier couvert par son agence.

Là aussi, il est intéressant de revenir à l'étude de cas mené par Gond sur ARESE<sup>236</sup> qui démontre que pendant les années de construction du processus d'évaluation des entreprises, les analystes ISR fraîchement embauchés font progressivement évoluer le statut de simple opérateurs de saisie de données qui leur était attribué au départ à celui d'expert de l'évaluation extra-financière des entreprises. Alors qu'à l'origine, l'agence tente de construire sa légitimité sur l'obtention de données chiffrées et le traitement statistique quantitatif de ces données, les analystes ISR ayant acquis une expérience entre 1997 et 1999 sur les entreprises amènent leur direction à passer de la crédibilité du chiffre à celle de la crédibilité de l'analyste :

« On s'est dit il y a un moment où quoiqu'il arrive on va prendre les devants et on a convaincu très facilement la directrice en lui disant : voilà l'analyste maintenant il va prendre les devants et va instaurer son expertise, on se sent les reins assez solides pour le faire et les entreprises en face nous on montré via les signaux qu'elles nous envoient qu'on était assez crédible pour prétendre imposer un modèle. Et c'est comme ça qu'on a légitimé notre expertise » *Propos analyste ARESE recueilli par Gond, p81*

Dès lors l'analyste ISR chez ARESE accède au statut d'expert par le détachement progressif de sa capacité de jugement des données statistiques. C'est son expertise propre sur les entreprises et non plus seulement l'étude des chiffres qui lui permet d'exercer son jugement pour évaluer ce qu'il croit être vrai de ce que lui racontent les entreprises. Il s'appuie plus sur le référentiel qu'il n'est contraint par celui-ci : la cadre d'analyse passe du statut de contrainte à celui de support.

Paul, lui, donne le sentiment qu'il est plus contraint par le référentiel mis en place par son organisation que les analystes ISR d'ARESE qui sont les producteurs et les interprètes de leur propre référentiel. Ce différentiel semble aussi se traduire dans la production finale des analystes. Paul, qui a justement eu l'occasion de lire des fiches rédigées par des analystes d'ARESE, souligne qu'il les trouve empreintes de la personnalité propre de chaque analyste. Pour lui, c'est loin d'être le cas de celles rédigées par les analystes de sa propre agence grâce au travail de lissage en amont par la grille et en aval par le contrôle des fiches. D'un côté, il

---

<sup>236</sup> Gond, J-P, op.cit, p82-83



trouve que cette standardisation de l'information représente un progrès général pour l'analyse extra-financière. De l'autre part, cette évolution marque plutôt pour lui une évolution négative en ce qui concerne la construction du statut de l'analyste ISR et de sa qualification en cours et finale. Les choix faits par son organisation lui semblent éloigner ce métier du statut d'expert pour revenir à celui de simple opérateur. Il exprime alors ses difficultés à comprendre la stratégie de l'agence qui l'emploie. Il a l'impression que sa direction hésite sans cesse sur la qualification<sup>237</sup> réelle qu'elle souhaite construire et attribuer à son personnel d'analystes ISR. Veut-elle des opérateurs de saisie ou des experts ?

Ce désir de ne pas être un simple remplisseur de cases est relié chez Paul avec une volonté d'en découdre avec les entreprises. Il relate alors les fractures entre les analystes ISR sur cette question:

J'ai une vision de la profession plus militante, plus poil à gratter des entreprises mais c'est vrai que tout le monde ne partage pas cette vision au sein des analystes. Je pense que certains, ils trouvent ça plutôt bien le côté remplissage de case. Je pense que si on doit chiffrer aujourd'hui dans la boîte, on doit être 30 à 40% à avoir cette vision.

**On pourrait dire qu'il y a deux écoles de pensée ?**

Oui on pourrait le dire, bon ça ne veut pas dire que tu ne peux pas avoir des bons rapports avec une personne qui a l'autre vision mais c'est vrai que se détachent deux philosophies assez distinctes du métier. Il y a des gens qui viennent du monde de l'entreprise et qui du coup ont une vision plus positive et puis un autre groupe qui a une vision plus critique des multinationales. *Paul*

Les aspects positifs du métier pour Paul sont très clairement liés au fait d'être partie prenante d'un dispositif de jugement sur les entreprises, de participer au travail de qualification extra-financière des entreprises. Cette activité lui permet ainsi d'exprimer certaines convictions. Le fait de travailler sur un champ encore neuf où tout reste à construire est aussi souligné :

**Nous avons pas mal parlé des côtés négatifs du métier, à ton avis qu'est ce qui en fait malgré tout l'attrait ?**

Premièrement, il y a un côté intéressant à être sur un métier en construction, d'être là au moment où ça se fait, où ça se décide. J'imagine que si on remonte à une trentaine d'année, ça devrait pas être différent de ce qui se passait dans l'analyse financière, le moment où ils ont posé les grandes bases de la profession. Après il y a quand même le fait de travailler sur les entreprises, de les juger en quelque sorte même si le terme est peut-être trop fort. C'est aussi une question de conviction, moi je trouve ça intéressant d'évaluer la politique des entreprises, de pouvoir faire mon benchmark, de me faire ma petite expertise sur la question qui pourrait bien servir à une ONG, à une association. *Jeanne*

Jeanne déclare elle aussi que la participation à l'élaboration d'un domaine d'expertise qui n'existait pas encore il y a cinq ans est l'aspect le plus attrayant de ce métier. Elle

---

<sup>237</sup> Musselin, C., Paradeise, C., 2002, « Le concept de la qualité, où en sommes-nous ? », *Sociologie du travail*, 44(2), p256-260.

souligne aussi comme Paul que le fait de pouvoir émettre un jugement sur les grandes entreprises attire de nombreuses personnes en quête de sens sur cette activité :

**Pour toi, vu qu'a priori c'est un métier assez éprouvant, pourquoi ces personnes qui ont plutôt des profils juniors vont faire cette profession ?**

A mon avis il y a plusieurs choses qui jouent. Bon déjà il y a au départ un côté attrayant, on a l'impression que l'on va travailler sur des sujets à priori plus intéressants que dans d'autres boulots. Bon il y a aussi le facteur hasard qui peut pas mal jouer comme pour moi par exemple, tu t'intéresses vaguement au truc, tu postules et puis hop tu te retrouves à exercer ce métier. Mais c'est vrai qu'il y a aussi ce truc du sens, t'as l'impression que cela a plus de sens de travailler sur ces questions que sur d'autres. T'as l'impression d'avoir une véritable responsabilité puisque que quelque part ce travail consiste à juger les entreprises. Pour moi c'est ce pouvoir du juge qui constitue une des motivations principales de mes collègues, c'est qu'on nous délègue le pouvoir de donner notre jugement sur des grandes boîtes. C'est ce qui les fait rester pour la plupart dans ce monde qui est rempli d'une très forte incertitude. Moi ce truc de jugement ça m'as toujours plutôt fait peur, c'est pourquoi j'ai toujours essayé de travailler sur des données quantitatives et objectives. Mais bon il faut bien voir que la plupart des analystes, les chiffres ça ne les intéresse que très moyennement, ils sont vraiment dans la pure opinion, ils ont vraiment le sentiment d'être des juges. » *Jeanne*

Elle est cependant beaucoup plus réservée sur ce pouvoir de juge s'il est utilisé pour émettre des convictions personnelles. Jeanne se positionne sur une ligne beaucoup moins militante que celle de Paul.

Les thèmes de la formation et de la reconversion émergent aussi assez fortement dans les deux entretiens. Pour Jeanne, le profil des analystes ISR est plutôt dominé par des profils de généralistes. Paul aussi s'accorde sur le fait qu'il y a une forte présence de généralistes mais aussi de personnes très fortement spécialisées sur le domaine du social ou celui de l'environnement. Les deux analystes émettent l'idée que ces profils ne sont pas forcément en parfaite adéquation avec le travail demandé. Les arguments qui motivent l'expression de cette opinion sont toutefois différents.

Dans l'opinion de Jeanne, les agences devraient embaucher moins de généralistes et plus de spécialistes et notamment des spécialistes de l'analyse financière. Jeanne relie ici la question de la formation à celle de la survie économique des agences. Si celle-ci doit passer par la quantification de l'impact financier des critères extra-financiers, les agences doivent s'armer plus massivement de ce type de compétence.

« Le problème c'est que ce travail les analystes extra financiers ne peuvent le faire que de concert avec les analystes financiers parce que en gros les analystes extra financiers n'ont pas les compétences nécessaires pour le faire. Dans les agences de notation extra financières ce profil d'analyste financier classique manque cruellement, il en faudrait au moins deux ou trois dans les équipes. Ça commence à venir mais c'est ultra minoritaire pour le moment, je sais que dans mon agence, ils essayaient de

procéder à ce type d'embauche et aussi qu'il y avait certains analystes qui étaient en train de passer le diplôme de la SFAF<sup>238</sup> pour devenir analyste financier mais bon...» *Jeanne*

Il est intéressant ici de croiser cette information avec celle du tableau de la partie précédente sur les expériences antérieures des analystes ISR. Celui-ci faisait état d'un nombre déclaré d'analystes financiers assez conséquents. Les agences disposent-elles véritablement des compétences financières suffisantes pour leur permettre d'entrer dans un processus plus étroit d'articulation de l'analyse extra-financière et financière ? Le ressenti des acteurs ne correspond pas vraiment aux chiffres officiels déclarés.

Paul pour sa part est plus préoccupé sur cette question de la formation par le niveau de diplôme requis pour exercer ce métier. Il est ici dans la droite ligne de sa préoccupation sur la qualification et le statut définitif de la profession d'analyste ISR. Si celle-ci s'oriente véritablement vers un métier d'opérateur de saisie et non pas d'expert, il juge nécessaire d'employer des individus avec des compétences scolaires plus modestes :

« A mon avis la direction, ils ont aussi intérêt à choisir leur profil par rapport à l'orientation qu'ils souhaitent donner à la profession. S'ils veulent vraiment aller vers le remplissage de case, ils peuvent certainement taper dans des niveaux de diplômes plus bas, ce serait plus cohérent. » *Paul*

Sur la reconversion, les deux analystes ISR ne possèdent pas non plus exactement le même point de vue. Pour Jeanne, la voie principale de reconversion des analystes ISR travaillant en agences est de devenir analyste ISR buy side au sein d'une société de gestion ou analyste ISR sell side dans une société de courtage.

Paul souligne aussi que cette entrée dans les sociétés de gestion, c'est-à-dire d'un rapprochement avec l'univers de la Finance est souhaité par de nombreux analystes mais que c'est loin d'être le cas de tous :

**Et pour les analystes aujourd'hui, c'est quoi la voie préférentielle de la reconversion ?**

Je ne crois pas qu'il y ait un nec plus ultra, c'est assez différent selon les personnes. Certains veulent clairement se rapprocher du monde de la Finance en intégrant les rangs d'une société de gestion ou d'un broker. Certains autres sont à fond sur leur expertise, ce qui les intéresse, c'est de pouvoir intégrer une entreprise, une organisation où ils pourraient déployer cette compétence. Il y a donc un grand éclectisme. » *Paul*

Jeanne et Paul ont, par ailleurs, des visions assez distinctes du lien entre le métier d'analyste ISR et celui d'analyste financier dont historiquement en France la première agence

---

<sup>238</sup> Diplôme délivré par la Société Française d'analyse financière (SFAF) qui donne droit au statut officiel d'analyste financier

de ce type ARESE a tenté de s'approprier une partie de la légitimité par un travail de captation sémantique. La direction de cette organisation a ainsi emprunté les termes « analystes » et « agences » à l'univers des agences de notation crédit- acteurs identifiés et puissants des espaces de la Finance- pour légitimer et imposer ce nouveau métier<sup>239</sup> d'analyste ISR auprès du monde de la gestion d'actifs : L'étude de cas mené par Gond démontre alors que la plupart des analystes ISR expriment l'idée que la référence à l'analyse financière leur a permis d'accéder à une reconnaissance plus rapide auprès des entreprises et des investisseurs qui pouvait alors les assimiler à un métier leur étant familier.

Toutefois pour les chercheurs ayant travaillé sur la comparaison entre les métiers de l'analyse financière dont la notation crédit fait partie<sup>240</sup> et l'analyse extra-financière naissante, les similitudes sont en réalité très limitées. En effet, les analystes ISR sont en recherche d'une information sur l'entreprise comme les analystes financiers mais elle n'est pas de même nature et ne se présente pas sous la même forme. De plus, les analystes ISR ne procèdent pas au même traitement de l'information et n'ont pas les mêmes objectifs de production finale par rapport aux investisseurs. L'utilisation du terme d'analyste et de celui de notation à donc plus avoir avec une logique de captation sémantique qu'avec une vraie communauté d'activité.

Ces constats n'empêchent pas certains analystes ISR, déjà à l'époque d'ARESE, de considérer leur activité comme un prolongement de l'activité d'analyse financière<sup>241</sup>. D'autres en revanche, estiment qu'il s'agit de deux activités très différentes en raison de la thématique particulière abordée (la responsabilité sociale de l'entreprise et la prise en compte du développement durable) et de la nature de l'information recherchée.

Nous retrouvons ces deux positions chez les deux analystes ISR interrogés. Paul se rapproche fortement de la dernière position évoquée: les deux métiers ne sont pas assimilables l'un à l'autre même si l'analyse extra-financière menée en agence peut être utile à l'analyste financier:

**Et le métier d'analyste financier, c'est le métier modèle ?**

Moi j'aurais tendance à dire que ce sont deux formes d'analyses différentes mais complémentaires, enfin c'est-à-dire que les analystes financiers ont intérêt à prendre les informations développées par les analystes extra-financiers. Par exemple ne pas s'intéresser à l'impact financier des réglementations sur la dépollution des sites, à mon avis, s'il ne le fait pas l'analyste financier, il va commencer à rater des trucs. *Paul*

---

<sup>239</sup> Gond, J-P, op.cit p89-95

<sup>240</sup> Gond, J-P, 2003, ibidem.

Quairel, F, 2003, « La notation sociale comme outil de gestion », *La Lettre de l'Economie Responsable*, Novethic.

<sup>241</sup> Gond, J-P, 2003, p92

Jeanne, exprime, pour sa part, une position qui connaît une assez forte diffusion en France et en Europe depuis l'année 2004 comme nous le verrons dans la dernière partie de ce chapitre. Il ne s'agit pas tant de dire que l'analyse extra-financière est un prolongement de l'analyse financière car Jeanne est loin de le penser. En revanche les normes de production de l'analyse financière doivent être celles que les analystes ISR doivent prendre en modèle s'ils veulent conquérir l'ensemble de la gestion d'actifs. Des rapprochements majeurs doivent donc être réalisés avec l'analyse financière. Le premier point de rapprochement que nous avons évoqué plus haut est la normalisation de l'information extra-financière dans la lignée de l'information financière qui peut à terme permettre le déploiement efficace de cette analyse :

« Un analyste financier, il fait quoi ? Il regarde l'ensemble des données financières consolidées d'une entreprise qui sont validées au préalable par une autorité de régulation. Il y a une certaine transparence financière, le commissaire au compte vérifie les infos pour les sociétés d'audit... Bon voilà les analystes financiers ils ont cette matière et après avoir bien tout pris en compte , il vont aller voir le directeur de la boîte X pour aller lui demander des renseignements supplémentaires, revenir vers les agences de notation pour avoir des précisions. Bon moi je verrais bien une évolution dans ce sens ... »  
*Jeanne*

Une amélioration de la qualité de l'information extra-financière est préconisée par Jeanne mais aussi celle du traitement de l'évaluation extra-financière. Si l'objectif de la diffusion des critères extra-financiers à l'ensemble de gestion d'actif est l'objectif à atteindre, il est nécessaire d'arriver à l'articulation de l'analyse extra-financière avec l'analyse financière. Jeanne pense alors qu'un travail de traduction et d'adaptation de l'analyse extra-financière aux modèles de l'analyse financière doit être entamé en profondeur même si certains obstacles existent. Le métier d'analyste ISR doit alors muter dans ce sens:

« Oui donc le vrai enjeu c'est d'arriver à intégrer les critères extra financiers dans le modèle d'évaluation financière en sachant que la principale difficulté consiste à arriver à quantifier en terme de valeurs économiques et financières ces critères. La seule chose que savent faire les agences à l'heure actuelle, c'est de faire des sondages auprès des investisseurs pour savoir quels sont les enjeux qu'ils leur paraissent les plus importants, à partir de là on est censé arriver à une meilleure quantification des risques, ouais en gros le chemin est encore très long. [...]. Selon moi, au départ, les agences se sont mises à dire ce truc là dans un souci de publicité et de communication sans avoir aucune idée de la faisabilité concrète du truc. Et il faut bien voir que cette faisabilité devrait être assez limité car l'analyse extra financière c'est essentiellement du qualitatif. En même temps il n'y a pas de quoi rougir non plus, il y a aussi des éléments très qualitatif dans l'analyse financière , tout ce qui porte sur la stratégie, ça se met pas forcément en équation. Voilà donc dans l'analyse extra financière il y a aussi les deux, tu peux avoir des trucs sur le changement climatique où on peut vraiment aller très loin dans la quantification. »  
*Jeanne*

Finalement lors de ces entretiens, nous avons interrogé les deux jeunes analystes ISR sur leur vision de l'avenir de l'analyste extra-financière et du métier d'analyste ISR. Il leur était proposé d'esquisser un scénario positif et un scénario négatif sur ces deux sujets.

Pour l'avenir du métier d'analyste ISR, le scénario négatif pour Paul est que les analystes restent de simples exécutants et ne deviennent jamais des experts, le scénario positif s'arrimant sur la position contraire. Pour Jeanne, une évolution positive de la profession serait une proportion plus grande de spécialistes des domaines extra-financiers et de la Finance à côté des généralistes et vice et versa pour le scénario négatif.

Les scénarios positifs proposés sur l'avenir de l'activité se concentrent, quant à eux sur la question de la diffusion de l'analyse extra-financière à l'ensemble de la gestion d'actifs. Pour Paul cela devrait se traduire par une internalisation toujours plus grande de ces questionnements au sein des sociétés de gestion d'actifs. Pour Jeanne, l'avenir de l'activité passe par la démonstration de la valeur ajoutée financière des approches extra-financières. Les scénarios négatifs envisagés par les deux enquêtes ne proposent pas pour autant la disparition des agences d'analyse et de notation extra-financières. Selon eux, les investisseurs socialement responsables ont toujours besoin de ces agences pour continuer d'exercer une gestion financière différenciée. En revanche, à côté de ces niches, l'expertise extra-financière n'arriverait pas à passer le cap de l'entrée dans toutes les branches de la gestion financière.

Au terme de cette analyse des pratiques et des représentations de deux analystes ISR travaillant en agences d'analyse et de notation extra-financières, quelques constats peuvent être tirés.

Sur les pratiques, l'homogénéité générale des tâches assumées par les deux analystes ISR qui se détache ne peut permettre de faire abstraction d'une assez grande diversité de l'exercice du métier selon le modèle organisationnel établi. Les analystes ISR, essentiellement à travers la lecture de rapports annuels et de rapports développement durable, sont chargés d'émettre un jugement extra-financier sur les entreprises en s'appuyant sur une méthodologie développée en interne par chaque agence. L'établissement de ce jugement est donc influencé par ses conditions de production au sein de chaque organisation.

Sur les représentations, l'analyse permet de saisir une forme de pessimisme et d'insatisfaction dans l'opinion que véhiculent les individus sur le métier exercé et plus généralement sur l'activité des agences d'analyse et de notation extra-financières. Sur l'appréciation du métier, l'argumentaire ne se concentre pas sur les mêmes fondations. La volonté affirmée de Jeanne de voir le métier se rapprocher de celui de l'analyse financière, notamment sur le degré de qualité de l'information à traiter, contraste avec celle de Paul de voir émerger des véritables experts de l'analyse extra-financière distincts de ceux de l'analyse financière. De même Jeanne affirme la nécessité de voir l'analyse extra-financière entrer dans les cadres de l'analyse financière alors que Paul les identifie à deux objets complémentaires mais non réductibles l'une à l'autre. Sur l'appréciation de l'activité, les motifs de pessimisme se cristallisent chez les deux enquêtés autour de l'incertitude par rapport à la viabilité du modèle économique de ces structures. Pour Jeanne c'est la démonstration du lien entre performance financière et éléments d'analyse extra-financière qui assurerait le futur des agences. Quant à Paul c'est l'internalisation de l'expertise extra-financière au sein des sociétés de gestion qui lui semble la voie la plus sûre.

Or ce mouvement d'internalisation est déjà en marche chez une partie des sociétés de gestion sur laquelle porte notre enquête de terrain par questionnaire. Certaines des sociétés de gestion suivies ont fait le choix de créer en interne des capacités d'analyse extra-financière. La partie suivante sera l'occasion d'explorer les modalités pratiques de cette internalisation des dispositifs de jugements extra-financiers.

## **II) Emergence du métier d'analyste ISR buy side dans les sociétés de gestion**

Certaines sociétés de gestion, parallèlement à l'achat d'évaluation extra-financière sur les entreprises aux agences d'analyse et de notation extra-financière, sont mues par la volonté de construire leur propre expertise extra-financière sur les entreprises.

Il faut souligner ici que cette idée de la nécessité de l'internalisation de l'expertise extra-financière a fait et fait encore débat. En effet, certaines sociétés de gestion fortement appuyées par certains acteurs des agences font au départ l'hypothèse qu'il faut assurer la plus grande étanchéité entre l'analyse et la gestion financière et les évaluations extra-financières. Les sociétés de gestion, dans cette optique, n'ont qu'à strictement utiliser les notes ou les univers d'investissement fournis par les agences sans se préoccuper du contenu qualitatif de l'analyse fournie.

Cependant certaines sociétés de gestion, elles, n'ont pas suivi ce chemin. Il leur a semblé nécessaire de maîtriser cette expertise venant de l'extérieur afin d'être à même de pouvoir émettre leur propre avis sur cette expertise, de procéder à des arbitrages voire à émettre leur propre avis extra-financier.

Parallèlement, les sociétés de gestion constatent vite que la création de ces nouveaux produits financiers ISR entraînent la création d'une série de tâches qui peut difficilement être prise en charge par des salariés déjà en place et effectuant leur propre métier de gérants d'actifs, d'analystes financiers ou de responsable produits et marketing. De plus, la création de ces fonds ISR se double à partir des années 2000 d'une préoccupation sur l'exercice du droit de vote en assemblée générale d'actionnaires. De nombreux acteurs dans les sociétés de gestion pensent alors que cette préoccupation liée à la question du gouvernement d'entreprise<sup>242</sup> peut être rassemblée avec l'effort de constitution d'une offre de produits ISR

---

<sup>242</sup> Voir glossaire



puisque que ce mouvement de l'ISR est lui aussi marqué par une interrogation sur cette thématique.

La volonté de création d'une expertise ISR propre et l'émergence d'une nouvelle série de tâches consécutives à la création d'une offre de produits financiers ISR emmènent un nombre croissant de sociétés de gestion à se doter de nouvelles compétences qui se traduisent concrètement par la création de cellules dédiées ISR et du nouveau métier d'analyste ISR buy side.

Après le métier d'analyste ISR en agence, notre recherche va se concentrer sur le métier d'analyste ISR en société de gestion à travers l'analyse des résultats de l'enquête par questionnaire et l'analyse thématique de deux entretiens réalisés avec deux analystes ISR buy side.

## **1) Présentation et analyse des résultats de l'enquête consolidée par questionnaire**

L'enquête consolidée de 2004 comporte de nombreuses questions sur cet aspect. Nous avons ainsi tenté de quantifier le nombre de cellules<sup>243</sup> dédiées ISR, de quantifier et de qualifier les salariés qui sont identifiés comme faisant partie de ces cellules dédiées. Puis au sein de ces cellules dédiées, nous nous sommes concentrés sur la description et la qualification du métier d'analyste financier buy side, salarié plus spécifiquement chargé de la construction de l'expertise extra-financière de la société de gestion.

### **A) Les cellules dédiées ISR**

Sur les 28 sociétés de gestion interrogées, 86% déclarent être dotées de ce type de cellule.

| Présence d'une cellule dédiée ISR | Sans cellule dédiée | 1   | 2  | 3   | 4/5 | 5 à 10 | 10 à 20 | + de 20 |
|-----------------------------------|---------------------|-----|----|-----|-----|--------|---------|---------|
| % de SG                           | 14%                 | 25% | 7% | 25% | 11% | 14%    | 4%      | 0%      |

Tableau 11 ET : Présence et taille des cellules dédiés ISR

Ces équipes dépassent rarement le nombre de 10 personnes. Une seule société de gestion, SG23 déclare avoir une cellule dédiée composé de 10 à 20 personnes. Il s'agit d'une société de gestion qui se consacre uniquement à la gestion d'actifs ISR. Le répondant au

<sup>243</sup> Nous préférons ici le terme de cellule à celui d'équipe car souvent l'équipe responsable de l'ISR est composée d'une seule personne.

questionnaire a donc considéré que l'ensemble des salariés de la société de gestion pouvait être considéré comme membre de la cellule dédiée ISR.

Un quart du panel déclare être doté d'une cellule dédiée ISR composée d'une personne. Un autre quart affirme que sa cellule dédiée ISR est constituée de trois personnes. Seulement 7% de l'échantillon est concerné par la présence d'une cellule dédiée de deux personnes alors que 11% déclarent avoir des cellules de 4 à 5 personnes et 14% de 5 à dix personnes.

Sur les 14% de sociétés de gestion qui déclarent ne pas disposer de cellule dédiée ISR, il faut distinguer un cas particulier. En effet SG5 a délégué sa gestion d'actif ISR à une autre société de gestion qui, elle, dispose d'une cellule dédiée ISR. Les trois autres sociétés de gestion qui déclarent ne pas avoir de cellules dédiées ISR se reposent strictement sur l'expertise extra-financière fournie par les agences.

Cependant avoir une cellule dédiée ISR ne veut pas forcément dire que les salariés qui font partie de la cellule participent directement à la construction de l'expertise extra-financière sur les entreprises. En effet certaines sociétés de gestion comme SG 7 et SG 20 déclarent à la fois avoir des cellules dédiées ISR et ne pas disposer dans ces cellules d'une compétence d'analyse extra-financière. Par ailleurs, il peut-être difficile face à l'extrême floue des réponses comme chez SG9 de bien saisir les prérogatives de la cellule dédiée ISR déclarée.

Les cellules dédiées ne se consacrent pas forcément dans leur totalité à l'analyse extra-financière. Dans certains cas comme chez SG3 et SG 18, elles peuvent réunir plusieurs lignes de métiers. Les responsables de l'analyse extra-financière peuvent côtoyer des responsables marketing, des responsables produits, des responsables de l'ingénierie financière ou encore des responsables clientèles et des responsables ressources humaines. Ces derniers ne participent en rien à la construction de l'expertise extra-financière mais leurs compétences sont ici utilisées dans le souci plus global de la constitution de l'offre ISR qui dépasse le strict cadre de la question de l'expertise extra-financière.

C'est pourquoi, il est nécessaire de dénombrer et de qualifier les salariés qui sont chargés ou en partie de la construction de cette expertise.

## **B) Les analystes et les gérants-analystes ISR au service de la construction de l'expertise extra-financière**

Deux catégories ont été distinguées dans le questionnaire en raison des spécificités propres du métier de la gestion d'actifs que nous avons pu établir à travers nos lectures sur les espaces de la Finance<sup>244</sup> et l'observation participante. Deux métiers sont particulièrement concernés dans la gestion d'actifs par l'évaluation financière des entreprises : les analystes financiers buy side et les gérants de fonds. Les analystes financiers dit buy side en référence aux analystes dit *sell side* travaillant dans les sociétés de courtage, ont pour fonction, à partir de diverses sources d'informations financières et statistiques, d'évaluer les entreprises et d'émettre des opinions sur la pertinence financière de l'achat ou de la vente de telle ou telle valeur boursière.

Les gérants des fonds utilisent les opinions de ces analystes financiers buy side, s'ils existent, mais aussi celles des analystes financiers sell side pour acheter et vendre des valeurs boursières qui finalement produisent ou ne produisent pas la performance qu'ils font le pari d'atteindre par cette sélection.

Toutefois, les frontières entre les deux métiers sont parfois floues. Il arrive, notamment dans les petites structures de gestion d'actifs, qu'il n'y ait pas de séparation des deux métiers. C'est alors le gérant qui porte aussi la casquette d'analyste financier. C'est cependant aussi le cas dans des structures plus grandes où certains gérants ont aussi la double casquette de gérant et d'analyste financier même s'ils disposent en interne d'équipe d'analystes financiers.

Nous retrouvons cette même répartition dans l'espace plus circonscrit de l'ISR. Il existe à la fois des analystes ISR et des gérants-analystes ISR. La catégorie d'analyste ISR apparaît cependant la plus répandue. 29% des sociétés de gestion déclarent ne pas avoir d'analyste ISR contre 67% qui déclarent ne pas avoir de gérants-analystes ISR dans leur cellule dédiée.

| Composition des cellules dédiées ISR | Sans Analyste(s) ISR | Sans gérants/analystes ISR | Autres |
|--------------------------------------|----------------------|----------------------------|--------|
| % de SG                              | 29%                  | 67%                        | 4%     |

Tableau 12 ET : Les analystes ISR dans les cellules dédiées ISR

---

<sup>244</sup> Voir chapitre II et glossaire

Sur les 24 sociétés de gestion déclarant avoir mis en place une cellule dédiée ISR, la moitié déclare que cette cellule dédiée est dotée d'un seul analyste ISR. Une seule société de gestion déclare avoir deux analystes ISR alors que 16% de l'échantillon déclare avoir 3 à 5 analystes ISR en fonction. Aucune société de gestion n'affirme avoir plus de 6 analystes ISR.

| Nombre de personnes occupant la fonction d'analyste ISR | Sans Analyste ISR | 1 Analyste ISR | 2 Analystes ISR | 3 Analystes ISR | 4 à 5 Analystes ISR | 5 à 10 Analystes ISR | + de 10 Analystes ISR |
|---------------------------------------------------------|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|---------------------|----------------------|-----------------------|
| % de SG                                                 | 29%               | 50%            | 4%              | 8%              | 8%                  | 0%                   | 0%                    |

Tableau 13 ET : Nombre d'analyste(s) ISR par SG

17% de ce même échantillon de 24 sociétés de gestion déclarent posséder un gérant-analyste ISR, 13%, deux gérants-analystes ISR et 4%, 3 gérants-analystes ISR.

| Nombre de personnes occupant la fonction de gérant-analyste ISR | Sans Gérants Analyste ISR | 1 Gérant Analyste ISR | 2 Gérants Analystes ISR | 3 Gérants Analystes ISR |
|-----------------------------------------------------------------|---------------------------|-----------------------|-------------------------|-------------------------|
| % de SG                                                         | 67%                       | 17%                   | 13%                     | 4%                      |

Tableau 14 ET : Nombre de gérants-analystes(s) ISR par SG

Certaines sociétés de gestion ont mis à la fois en place un poste d'analyste ISR dont le travail est complété par celui d'un ou plusieurs gérants-analystes ISR. Toutefois dans la majorité des cas, les sociétés de gestion se positionnent de façon préférentielle sur l'un des deux intitulés.

Ce choix semble dépendre à la fois de la quantité de l'effectif total de salariés et des spécificités de l'organisation de la société de gestion. Les petites et moyennes sociétés de gestion disposant rarement d'analystes financiers buy side ne sont pas non plus dotées d'analyste ISR. Les gérants ont alors de manière plus ou moins formalisée la double casquette d'analyste et de gérant ISR. Mais, c'est aussi le cas pour des sociétés de gestion comme SG1 et SG5. Ces dernières ont des effectifs qui dépassent la centaine de personnes et ont des équipes d'analystes financiers mais la gestion ISR est assumée par des équipes réduites de 2 à 3 gérants-analystes ISR.

Les sociétés de gestion ayant fait le choix de se doter d'une ou plusieurs compétences d'analyste ISR se retrouvent dans des situations assez hétérogènes. Il existe ici une claire démarcation entre les sociétés de gestion qui créent un seul poste d'analyste ISR et celles qui dépassent ce cap.

Celles qui se dotent de 2, 3 voire 4 postes d'analystes ISR sont des sociétés de gestion possédant des moyens financiers globaux élevés et ayant fait le choix stratégique de se déployer activement sur la niche de l'ISR.

Celles qui ont créé une seule fonction d'analyste ISR recouvrent deux types de positionnement et deux types de structure. Certaines sociétés de gestion aux moyens financiers totaux importants ou relativement importants se positionnent sur l'ISR mais sans avoir pris une réelle option de déploiement stratégique sur cette activité. Elles n'investissent alors que très modérément sur la constitution de leur offre ISR et par conséquent restent prudentes sur les moyens humains alloués. D'autres sociétés de gestion aux moyens financiers beaucoup plus modestes et aux effectifs réduits, comme les sociétés de gestion faisant partie des groupes de retraite et de prévoyance, peuvent difficilement créer plus d'un poste dédiée à l'ISR même si elles considèrent ce marché comme un potentiel point stratégique de développement.

Les premières ont d'ailleurs des ressources globales en analyse que les dernières n'ont pas. En effet, l'analyste ISR de ces sociétés de gestion, disposant d'une équipe d'analystes financiers en interne, peut mettre ces derniers à contribution dans la construction d'une expertise extra-financière propre à la société de gestion. Cette construction peut se faire notamment par le croisement de l'analyse extra-financière fournie par les agences et la connaissance approfondie que peuvent avoir les analystes financiers des différentes entreprises. L'existence dans ces grandes sociétés de gestion de pôles marketing, reporting, de conception des produits financiers permet à l'analyste ISR d'être déchargé de tâches annexes qu'il aurait dû assumer dans une structure plus modeste privée de cette ramification des différents métiers de la gestion d'actifs.

Avant de justement entrer dans le détail des tâches assumées par ces analystes et gérants-analystes ISR, il semble intéressant de porter maintenant l'analyse sur les profils (âges, parcours scolaires, trajectoires professionnelles) des individus qui occupent aujourd'hui ces fonctions dans les sociétés de gestion. Nous pourrions ici éventuellement comparer ces éléments avec ceux que nous pouvons avoir sur les agences d'analyse et de notation extra-financières.

### **C) Ages, profils scolaires et trajectoires professionnelles des analystes ISR**

L'enquête par questionnaire a permis de recenser une population de 41 analystes et analystes gérants ISR dont 28 sont identifiés comme des analystes ISR et 13 comme des

gérants-analystes ISR<sup>245</sup>. Il faut souligner ici que ce compte n'est pas exhaustif car il ne concerne que le panel des 28 sociétés de gestion ayant répondu à l'enquête consolidée. Les éléments qui vont suivre sont donc des éléments renseignant sur les grandes tendances des profils des analystes mais ne peuvent être considérés comme totalement représentatifs de la réalité de terrain. Nous nous intéresserons ici à l'âge, au cursus et à la trajectoire professionnelle de ces analystes. Avant d'entrer dans la description de ces différentes variables descriptives, revenons cependant quelques instants sur les questions de terminologies.

Nous avons ici choisi par convention le terme d'analyste ISR et de gérant-analyste ISR pour désigner ce nouveau métier. Toutefois, il s'agit bien d'une convention car les acteurs des sociétés de gestion utilisent des terminologies diverses pour désigner ces nouveaux postes. A côté du terme « analyste ISR » qui est le plus fréquemment utilisé, on trouve des analystes recherche ISR, des analystes développement durable, des analystes éthiques, des analystes durables, des analystes OPCVM ISR, des analystes extra-financiers. Selon leur positionnement dans la hiérarchie, ils peuvent bénéficier du titre de responsable. La diversité et la relative mobilité de ces terminologies sont à relier avec les éléments abordés dans le chapitre I.

Les analystes ISR recensés sont en moyenne beaucoup plus jeune que les gérants-analystes ISR. Ils sont 39% à avoir 30 ans et moins alors que ces derniers sont 46% à avoir 40 ans et plus.

| Age                          | 30 et moins | 30-40 | 40 et plus | NSP |
|------------------------------|-------------|-------|------------|-----|
| <i>Analystes ISR</i>         | <b>39%</b>  | 32%   | 29%        | 0%  |
| <i>Analystes-Gérants ISR</i> | 8%          | 46%   | <b>46%</b> | 0%  |

Tableau 15 ET : Age des analystes et gérants-analystes ISR

Ici, il faut remarquer que la fonction de gérant s'obtient traditionnellement en France après avoir exercé d'autres fonctions comme celle d'analyste financier mais aussi d'assistant de gestion. La fonction de gérant, souvent mieux rémunérée est habituellement considérée comme une fonction à plus forte responsabilité. Elle est confiée le plus souvent à des individus bénéficiant d'une expérience approfondie dans la gestion d'actifs. Il semble donc

<sup>245</sup> Le questionnaire a permis par ailleurs de recenser l'existence de 13 autres acteurs faisant partie de cellule dédiée ISR mais qui ne sont pas désignés par les sociétés de gestion comme occupant une fonction d'analyste ISR. On retrouve dans ce groupe essentiellement des gérants qui sont responsables de la gestion financière des fonds ISR mais aussi des salariés avec des postes plus diversifiés : responsable du développement de la Finance solidaire, responsable Ressources Humaines, coordinateur commercial, analyste financier quantitatif.

que cette même logique soit à l'œuvre dans le périmètre plus circonscrit de l'ISR. Quand la cellule dédiée est composée d'une équipe de gérants-analystes ISR, on constate fréquemment la présence d'un gérant-analyste de plus de 40 ans qui est secondé par un ou des individus plus jeunes.

Les salariés qui occupent la fonction d'analyste ISR sont donc relativement plus jeunes. Cet état de fait peut être à la fois relié au caractère neuf de l'ISR mais aussi à des question de financement de cette expertise ISR pour les sociétés de gestion.

En effet comme nous l'avons vu dans le chapitre I, ces nouveaux champs de l'ISR, de la RSE, du développement durable sont des mouvements relativement neufs. Des individus jeunes sortant de l'école ou avec des trajectoires professionnelles courtes peuvent avoir envie de s'y aventurer car il existe un aspect stimulant voire stratégique d'aller s'attaquer à des territoires encore très peu défrichés dans le champ de la Finance. Le discours des jeunes analystes ISR en agence interrogés illustre cette position. La situation semble similaire dans les sociétés de gestion. Un jeune analyste ISR nous confie lors de notre observation participante, que s'il ne s'était pas spécialisé sur l'analyse ISR, il aurait tenté de se placer sur le créneau de la gestion alternative car ce sont les deux principaux domaines où beaucoup de choses restent à construire et à inventer.

Par ailleurs, certaines directions des sociétés de gestion font le choix de s'orienter vers des profils de jeunes gens pour occuper cette fonction. En effet, il existe un moindre coût à embaucher un individu jeune, sans ou avec une faible expérience professionnelle sur un poste d'analyste ISR. Elles ont ainsi l'impression de diminuer le risque inhérent à l'investissement de la construction d'une expertise qui déborde le strict cadre de l'analyse financière.

L'ensemble des enquêtés a suivi une formation dans le troisième cycle. Les items suivants ont été extraits de l'analyse des éléments recueillis lors de l'enquête par questionnaire. Il est à noter qu'un même enquêté peut avoir suivi plusieurs cursus scolaires.

Les analystes ISR comparativement aux gérants-analystes ISR sortent plus souvent d'une école de commerce. Ces derniers sont plus nombreux à avoir suivi un cursus généraliste en sciences économiques à l'université. C'est cependant aussi le cas de 32% des analystes ISR. Dans les deux catégories, nous retrouvons un nombre égal d'individus qui ont suivi un cursus universitaire avec une spécialisation sur la Finance (18% et 15%) et quelques individus qui ont suivi une formation au sein d'un institut d'études politiques.

| Type d'études                | Université avec spécialisation Finance | Ecoles de Commerce | Universités sciences Eco | Instituts d'Etudes Politiques | Formation Développement Durable | Autre | NSP |
|------------------------------|----------------------------------------|--------------------|--------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-------|-----|
| <i>Analystes ISR</i>         | 18%                                    | <b>46%</b>         | 32%                      | 4%                            | 7%                              | 21%   | 7%  |
| <i>Gérants-Analystes ISR</i> | 15%                                    | 15%                | <b>23%</b>               | 8%                            | 0%                              | 15%   | 15% |

Tableau 16 ET : Trajectoires scolaires des analystes et gérants-analystes ISR

Il est aussi intéressant de revenir sur la catégorie « autres formations » qui concerne essentiellement les analystes ISR (21%) alors que seulement 18% des gérants-analystes ISR correspondent à cet item. Plus généralement, deux grands profils scolaires peuvent être dégagés pour cette catégorie « autres ». Le premier profil concerne des individus qui ont suivi des études plus spécialisées mais qui apparaissent comme utiles dans l'exercice de leur fonction professionnelle dans le domaine de l'ISR. Un cursus de droit peut ainsi permettre, complété par une expérience professionnelle adéquate, de devenir un expert du gouvernement d'entreprise alors qu'un diplôme d'ingénieur eaux et forêts, marqué par une certaine sensibilité sur les questions environnementales semble aussi pouvoir emmener à occuper des fonctions d'analyste ISR. Le second profil est constitué d'individus qui multiplient les cursus scolaires. Certains ont d'abord suivi des cursus en sciences humaines et sociales (Philosophie, Histoire de l'Art, Histoire) qu'ils complètent par des cursus en économie, commerce ou finance. D'autres font de même mais ayant au préalable suivi des études en sciences mathématiques.

Il est aussi à remarquer, que même s'ils sont à peine 7%, seuls certains membres du groupe « analystes ISR » déclarent avoir suivi une formation spécifique sur le développement durable. Quand on s'intéresse plus précisément à cette population réduite, on constate qu'il s'agit de deux salariés d'une même société de gestion d'origine étrangère. L'un déclare avoir suivi un cursus généraliste dans le développement durable alors que l'autre a embrassé une spécialisation dans l'environnement. Quant aux gérants-analystes ISR, aucun ne déclare avoir suivi une formation spécifique sur le développement durable ou encore sur la RSE et l'ISR que nous avons englobé sous l'item plus large de développement durable.

Pour compléter ces éléments sur les parcours scolaires des enquêtés sans formation spécifique à l'analyse extra-financière, il est intéressant de saisir, à contrario, s'ils ont suivi une formation spécifique à l'analyse financière. Nous avons ainsi tenté de recenser tous les enquêtés déclarant avoir obtenu ou en cours d'obtention du diplôme d'analyste financier. Il



s'agit d'un diplôme professionnel obtenu dans la plupart des pays par la passation d'un examen coordonné par des associations professionnelles réunissant les individus qui exercent des fonctions d'analyse financière. En France, ce diplôme est attribué par la SFAF (société française des analystes financiers). C'est un diplôme à deux niveaux qui donne à son détenteur le statut officiel d'analyste financier. Il n'est pas obligatoire pour exercer cette fonction mais semble constituer une garantie supplémentaire permettant d'attester les compétences de l'individu en analyse financière. Sur le périmètre de notre propre enquête, de manière générale, il faut constater qu'ils sont relativement peu nombreux à déclarer avoir obtenu ce diplôme ou être en voie de l'obtenir :

| Obtention diplôme analyste financier | Diplôme obtenu | Diplôme en cours | NSP |
|--------------------------------------|----------------|------------------|-----|
| <i>Analystes ISR</i>                 | 21%            | 11%              | 0%  |
| <i>Gérants-Analystes ISR</i>         | <b>31%</b>     | 0%               | 15% |

Tableau 17 ET : Diplôme d'analyse financière et analyse extra-financière

La catégorie des « Gérants-analystes ISR » semble la plus concernée avec 31% des enquêtés déclarant avoir obtenu ce diplôme. Il semble que ce soit le fait que ces individus aient aussi en charge la gestion financière des fonds ISR qui soit à relier avec la possession de ce diplôme. C'est donc dans la catégorie « Analystes ISR » que les individus sont le moins souvent dotés de ce diplôme d'analyste financier. Or il est intéressant de constater que c'est aussi dans cette catégorie qu'ils sont les plus nombreux à être en train d'essayer de l'obtenir.

**Les analystes ISR buy side, à la vue de ces premières données, n'ont généralement pas suivi des formations les destinant à être analystes ISR, et ne sont pas des spécialistes officiels de l'analyse financière. La quasi-majorité des individus, qui sont chargés dans les sociétés de gestion de construire l'expertise extra-financière interne, n'ont ainsi suivi aucune formation préalable dans leur cursus scolaire pour mener à bien cette tâche. Il s'agit de manière encore plus marquée que chez les analystes ISR en agences, de généralistes (économie, commerce, sciences politiques) éventuellement spécialisés sur le domaine de la Finance qui occupent cette fonction. Nous pouvons ainsi logiquement supposer que ces derniers se forment à ces questions extra-financières le long de leur trajectoire professionnelle. Cette situation peut s'expliquer par la nouveauté de ces domaines qui n'ont en fait été investis que très récemment par les**

institutions scolaires et sous des formes très diversifiées<sup>246</sup>. Il est à noter que dans les formations scolaires strictement consacrées à la Finance, il n'existe pas encore de formation spécifique sur la gestion et l'analyse extra-financière. Il n'existe ainsi pas aujourd'hui de diplôme d'analyste ISR. Ce sont donc actuellement des individus aux cursus scolaires très généralistes, non formés au préalable à l'ensemble de ces thématiques, qui sont responsables de la construction en interne d'une expertise extra-financière propre aux sociétés de gestion. Ils sont ainsi assez proches des analystes ISR en agences même si l'expertise financière est généralement plus marquée chez ceux travaillant dans les sociétés de gestion.

C'est maintenant dans les trajectoires professionnelles de cet échantillon d'enquêtés qu'il convient de rechercher des nouveaux éléments descriptifs du profil de ces analystes ISR et autres membres de ces cellules dédiées. Pour cet aspect de l'enquête, nous nous sommes appuyés sur le déclaratif des enquêtés dans le questionnaire pour recenser les profils les plus fréquents avec la création d'une catégorie « Autres » pour les cas plus marginaux.

Le premier constat général est que les enquêtés, qu'ils exercent ou non une fonction directe dans la construction de l'expertise extra-financière, ont dans leur grande majorité connu des trajectoires professionnelles s'étant déroulées dans le champ de la gestion d'actif. Ces trajectoires ont lieu soit dans la société de gestion d'actifs concernée par l'enquête soit dans d'autres sociétés de gestion. Ils se différencient ici des analystes ISR en agences qui pour la plupart ont eu des carrières antérieures dans les entreprises.

| <b>Trajectoires professionnelles antérieures</b> | <b>Carrière dans la société de gestion d'actifs concernée par l'enquête</b> | <b>Carrière dans d'autres sociétés de gestion d'actifs</b> | <b>Secteurs Agences info et notation extra-financière</b> | <b>Secteurs DD/RSE</b> | <b>Autres secteurs</b> | <b>Débutants</b> | <b>NSP</b> |
|--------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------|------------------------|------------------|------------|
| <i>Analystes ISR</i>                             | <b>32%</b>                                                                  | <b>36%</b>                                                 | 18%                                                       | 25%                    | 14%                    | 7%               | 4%         |
| <i>Gérants-analystes ISR</i>                     | <b>62%</b>                                                                  | <b>46%</b>                                                 | 0%                                                        | 0%                     | 8%                     | 0%               | 31%        |

Tableau 18 ET : Trajectoires professionnelles des analyses ISR et gérants analystes ISR

Les analystes ISR sont 32% à déclarer avoir fait carrière dans la société de gestion concernée par l'enquête et 36% dans d'autres sociétés de gestion. Ces proportions sont encore plus élevées chez les gérants analystes ISR qui sont respectivement 62% à se déclarer pour le premier item et 46% pour le second. Le phénomène d'appartenance au monde de la gestion d'actifs est donc plus marqué dans cette dernière catégorie. Ici encore, cela s'explique par le

<sup>246</sup> Touboul, S, 2005, « Les formations au développement durable », 13/04/2005, novethic.fr

fait que ces individus ne sont pas strictement dédiés au nouveau métier que représente l'analyse extra-financière et occupent aussi en partie voire majoritairement une fonction spécifique et déjà constituée dans la gestion d'actifs. Dans la gestion d'actifs, ces individus ont occupé et occupent parfois encore des fonctions d'analyste financier actions ou crédits buy side, d'analyste sell side dans des sociétés de courtage, d'assistant de gestion, de gérants mais aussi pour certains des fonctions dans le marketing et les ressources humaines.

La catégorie « analystes ISR », de manière encore plus marquée que sur la question du cursus scolaire, regroupe les individus dont les trajectoires professionnelles se distinguent par des expériences dans l'analyse extra-financière ou plus largement par des expériences dans le domaine de la RSE et du développement durable. En effet, 18% des analystes ISR déclarent avoir travaillé dans une agence d'évaluation extra-financière et 25% dans le secteur de la RSE et du développement durable alors que personne n'est concerné par cet item dans la catégorie « gérants-analystes ISR ». Concernant, l'expérience dans les domaines RSE et développement durable, les enquêtés déclarent principalement avoir travaillé dans des organisations européennes ou internationales consacrées à la recherche et à la promotion de ces nouveaux mouvements. Les fonctions qu'ils ont pu y occuper, restent, ici, assez floues.

Finalement seulement 18% de la population des analystes ISR ont déjà exercé une fonction officielle d'analyste ISR et ceci au sein d'une agence d'évaluation extra-financière. Cette tendance à l'embauche d'individus ayant déjà occupé ce type de fonction ou ayant déjà une expérience dans la RSE et le développement durable est d'ailleurs plus forte chez les offreurs étrangers que chez les offreurs d'origine française. En France, un seul offreur, SG 3, semble avoir pris cette voie de l'embauche d'individus qui ont eu une expérience professionnelle préalable sur ces questions.

Le déroulement d'une trajectoire professionnelle dans d'autres secteurs concerne la catégorie d'analystes ISR et de gérants-analystes ISR avec respectivement 14% et 8% de suffrages. Selon le déclaratif des enquêtés ces trajectoires professionnelles semblent s'être essentiellement déroulées dans les métiers de l'audit, de la communication et du conseil. On trouve cependant des profils plus diversifiés : ingénieur dans le bâtiment, ingénieur eaux et forêts, spécialiste de l'économie solidaire mais aussi des carrières dans le droit, les ressources humaines, le journalisme.

Dans le panel des enquêtés, existe aussi une proportion non négligeable de débutants, c'est-à-dire d'individus qui commencent leur carrière professionnelle par un poste dans une cellule dédiée ISR. C'est essentiellement dans la catégorie analystes ISR que l'on retrouve

une part un peu plus importante de débutants, ce qui peut être relié à la variable âge évoquée plus haut.

Par ailleurs, comme dans les agences d'analyse et de notation extra-financières, les membres des cellules dédiées occupent leur poste depuis moins de 5 ans.

| <i>Date d'entrée dans la fonction</i> | 1998-1999 | 2000-2001 | 2002-2003  | 2004 | NSP |
|---------------------------------------|-----------|-----------|------------|------|-----|
| <i>Analystes ISR</i>                  | 0%        | 25%       | <b>64%</b> | 11%  | 0%  |
| <i>Gérants-Analystes ISR</i>          | 23%       | 15%       | <b>31%</b> | 0%   | 31% |

Tableau 19 ET : Expérience des analystes et gérants analystes ISR dans la fonction

La plus grande majorité des postes ont été créés selon le déclaratif entre 2002 et 2003, période où le CIES (Comité Intersyndical de l'Épargne salariale) s'est clairement prononcé pour l'internalisation des compétences ISR en interne des sociétés de gestion. Ce phénomène est plus marqué pour la création de poste d'analyste ISR buy side. 64% de ces postes ont été créés entre 2002 et 2003. Des fonctions d'analyste ISR ont continué de se mettre en place lors de l'année 2004. La fonction de gérant-analyste ISR semble être la première à avoir vu le jour car les premiers postes de ce type se mettent en place dès 1998-1999 au début de l'essor de l'offre ISR en France.

Sans formation scolaire préalable sur ces questions, avec des expériences professionnelles réduites sur le champ, les membres des cellules dédiées ISR débutent largement dans ces fonctions qu'ils occupent en majorité depuis environ deux à trois ans. La création de la fonction d'analyste ISR buy side est encore plus récente que celle d'analystes ISR en agences. Ces derniers, même avec des carrières assez courtes, sont en général impliqués sur ce champ depuis quelques années de plus.

**Au terme de cette description des différentes variables de l'âge, de cursus scolaire et de trajectoires professionnelles, plusieurs éléments peuvent être soulignés. Même si les divergences restent minimes, il existe une légère différence entre la catégorie d'analyste financier ISR et celle des gérants-analystes ISR.**

**Les analystes ISR sont sensiblement plus jeunes. Ils sont aussi légèrement plus nombreux à avoir eu une expérience professionnelle préalable dans l'analyse extra-financière et de la RSE que les gérants analystes ISR. Les gérants-analystes ISR se distinguent des analystes ISR par une spécialisation plus fréquente dans la gestion d'actifs. Une possession plus importante du diplôme de la SFAF et des carrières plus**

**fréquentes dans la gestion d'actifs illustre cette tendance. Toutefois de manière plus générale, ces deux catégories se rejoignent sur une absence de formation préalable qu'elle soit scolaire ou professionnelle sur l'analyse extra-financière. C'est donc bien au sein de cette fonction occupée depuis peu que l'ensemble de ces individus construit, pas à pas, les contours de ce métier d'analyste ISR buy side.**

C'est pourquoi, nous allons nous concentrer maintenant sur les différentes tâches assumées par ces différents protagonistes de la construction d'une expertise extra-financière interne aux sociétés de gestion.

#### **D) Hétérogénéité et diversité des tâches assumées par les analystes ISR**

Après s'être attachés à la description des cellules dédiés ISR, nous aimerions revenir ici sur les pratiques professionnelles quotidiennes des analystes et gérants-analystes ISR opérant à l'intérieur des sociétés de gestion. Dans la première partie, nous avons essayé de décrire avec le plus de précision possible les pratiques professionnelles des analystes ISR travaillant pour le compte d'agences d'analyste et de notation extra-financières. Nous nous demanderons ici si le métier d'analyste ISR en interne des sociétés de gestion est strictement comparable au métier d'analyste ISR en agence.

Pour saisir les particularités de ce métier d'analyste ISR buy side, nous nous appuierons principalement sur deux questions de notre questionnaire. Celles-ci sondent les sociétés de gestion sur les tâches et fonctions assumées par le ou les analystes ISR et gérants-analystes ISR. Ces questions comportent plusieurs items parmi lesquels le répondant au questionnaire doit choisir sachant qu'un nombre illimité de réponses est possible.

**Quelles sont les principales tâches confiées à le/les analystes socialement responsables ?**

Faire de la veille concurrentielle sur les prestations des agences de notation (rencontre, comparatif)  
Réceptionner, prendre connaissance et organiser l'information fournie par la/les agences de notation prestataires

Mettre en place des dispositifs d'harmonisation/d'arbitrage des analyses externes comparables

Diffuser/Vulgariser l'expertise ISR au sein de l'équipe de gestion

Diffuser/Vulgariser l'expertise ISR auprès des investisseurs et de l'opinion publique.

Mettre en place des dispositifs d'harmonisation/d'arbitrage de l'évaluation externe et interne

Recueillir de l'information directement auprès des directions d'entreprise et procéder à son analyse

Autre (à préciser)

Ne se prononce pas

**Dans le cas où le/les analystes recueille(nt) de l'information extra financière directement auprès des entreprises, pouvez-vous préciser les modalités de ce recueil ?**

☐ Questions aux directions d'entreprises lors des « road shows » et autres manifestations où les entreprises présentent leur stratégie développement durable

☐ Envoi d'un questionnaire extra-financier aux directions d'entreprise

☐ Echanges e-mail avec les directions d'entreprise

☐ Echanges téléphoniques avec les directions d'entreprise

☐ Rencontre en « one to one » avec les directions d'entreprise

☐ Visites des sites d'entreprises

☐ Autre (à préciser)

☐ Ne se prononce pas

Source : Questionnaire 2004 envoyé aux sociétés de gestion

Ces items comme les précédents ont été construits grâce à la phase exploratoire du questionnaire et l'observation participante. D'autres informations sur la localisation géographique du ou des analystes ISR, de la fréquence de leurs échanges avec les équipes de gestion financière, sur les dispositifs de sensibilisation et de formation de ces mêmes équipes de gestion aux enjeux extra-financiers ainsi que sur les sources alternatives d'information mobilisées permettront de compléter cette description.

Les tâches assumées par les analystes ISR buy side paraissent plus éclatées que celles de leurs homologues des agences d'analyse et de notation extra-financières. Alors que ces derniers se concentrent essentiellement sur le recueil d'information auprès des entreprises et éventuellement auprès d'autres sources d'information afin de produire des évaluations et des notes sur le comportement des entreprises sur le social, l'environnement et le gouvernement d'entreprise en fonction d'une méthodologie d'analyse fixe, les contours du métier d'analyste ISR buy side paraissent plus flous.

Deux grandes séries de pratiques peuvent être dégagées : celles qui ont trait à l'organisation et l'exercice de l'analyse extra-financière stricto sensu<sup>247</sup> et celle qui déborde largement ce cadre de la construction d'une expertise extra-financière sur les entreprises<sup>248</sup>.

La première série de pratiques, se découpe elle-même en deux grands domaines. Le premier domaine consiste dans le recueil, l'organisation et éventuellement l'harmonisation des analyses provenant d'agences d'analyse et de notation extra-financières externes<sup>249</sup>. Le second domaine est celui qui rapproche le plus le métier d'analyste ISR buy side à celui d'analyste ISR en agence. Il s'agit pour l'analyste ISR de se forger sa propre opinion extra-financière sur les entreprises en recueillant et analysant l'information provenant directement des entreprises et en opérant éventuellement une harmonisation entre les analyses externes des agences et celles menées en interne.

La seconde série de pratiques est plus diversifiée, elle regroupe l'ensemble des tâches qui n'ont pas directement de lien avec l'émission d'une opinion extra-financière sur les entreprises.

| <i>Réception et organisation de l'info fournie par agence(s)</i> | Recueil et analyse de l'info provenant directement des entreprises | Harmonisation analyse interne et externe | <i>Harmonisation des analyses externes</i> | Diffusion expertise ISR au sein équipe de gestion | Veille concurrentielle sur agences de notation | Diffusion expertise ISR vers investisseurs et opinion publique | Autre(s) | NSP |
|------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|--------------------------------------------|---------------------------------------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|----------|-----|
| 96%                                                              | 88%                                                                | 71%                                      | 50%                                        | 88%                                               | 71%                                            | 50%                                                            | 33%      | 0%  |

Tableau 20 ET : Tâches occupées par les analystes et les gérants-analystes ISR

a) Emission d'une opinion extra-financière sur les entreprises : analyse externe versus analyse interne

96% des 24 sociétés de gestion ayant une cellule dédiée ISR déclarent qu'une de leurs principales tâches est de réceptionner et organiser l'information fournie par la ou les agences d'analyse et de notation extra-financières. Seule une société de gestion, SG 6 déclare ne pas être concernée par cette item. Il est ici difficile de définir s'il s'agit d'une erreur dans le renseignement du questionnaire ou si cette réponse peut être attribuée à la prise en charge de cette tâche par des membres extérieurs à la cellule dédiée ISR. En effet, la quasi-majorité des sociétés de gestion ressentent la nécessité à partir des bases de données informatiques

<sup>247</sup> En bleu dans le tableau ci-dessous

<sup>248</sup> En orange dans le tableau ci-dessous

<sup>249</sup> En bleu italique dans le tableau ci-dessous

fournies par les agences de retravailler sur la forme mais aussi parfois sur le contenu même de l'information fournie.

Par exemple, la société de gestion peut décider de faire subir une pondération particulière aux différentes notes données par son fournisseur. Elle peut aussi faire le choix de ne s'intéresser qu'aux notes données à telle dimension et mettre de côté les autres dans son propre système d'analyse et de notation. L'analyste ISR devra donc traduire les notes données par le fournisseur d'information dans son propre système de pondération. Il peut aussi simplement vouloir simplifier ou organiser différemment les données fournies. Cet exercice de traduction va encore plus loin quand les membres de la société de gestion font le choix d'avoir recours à plusieurs fournisseurs d'information et de croiser l'information fournie par ces derniers. Comme nous l'avons vu plus haut, les agences, même si elles travaillent peu ou prou toutes sur les mêmes thématiques, ont des méthodologies très diversifiées et n'appliquent pas forcément les mêmes échelles de notation.

Par ailleurs, au-delà de ces questions de présentation formelle des évaluations et des notes si elles existent, le contenu de l'analyse sur une dimension précise peut varier d'une agence à une autre. C'est pourquoi, pour 50% des sociétés de gestion interrogées, le rôle des analystes ISR est de procéder à un travail d'harmonisation des analyses externes à la fois en terme de correspondance formelle mais aussi en terme d'arbitrage du contenu de l'évaluation. Concrètement cela peut se traduire par la construction de systèmes informatiques permettant de comparer précisément le contenu des différentes analyses.

Parallèlement à ce travail plus ou moins poussé d'organisation et de traduction de l'information fournie par les agences, certaines sociétés de gestion font le choix de confier à leur(s) analystes ISR des fonctions d'analyse directe du comportement extra-financier des entreprises. Ainsi, 88% des 24 sociétés de gestion interrogées déclarent que l'une des principales tâches assumées par le ou les analystes ISR est le recueil et l'analyse de l'information provenant directement des entreprises. Il est à noter que cette tâche est souvent présentée par les analystes ISR comme la partie la plus intéressante ou la plus valorisante de leur métier. Elles les rapprochent de l'activité menée par les analystes dans les agences d'analyse et de notation extra-financières. Cet exercice les rapproche parallèlement du métier d'analyste financier qui consiste à émettre des opinions sur la valeur financière des entreprises notamment à travers la rencontre avec leurs directions.

Selon les sociétés de gestion, cette fonction d'expertise extra-financière sur les entreprises est plus ou moins mise en avant. Chez certaines grosses sociétés de gestion dotées



le plus souvent de plusieurs fournisseurs d'information et de plusieurs analystes ISR, il existe une volonté claire de minimiser le rôle et l'importance de l'opinion extra-financière émise par les agences d'analyse et de notation extra-financières. Les analystes ISR et gérants-analystes ISR affirment traiter l'information fournie par les agences comme une base de départ voire comme une opinion parmi tant d'autres qu'il convient de ne pas surévaluer. Ce sont donc ces mêmes analystes ISR ou gérants-analystes ISR buy side qui sont présentés comme les garants de l'expertise extra-financière de la société de gestion, la preuve de leur indépendance résidant essentiellement dans leur capacité à remettre en question et à se détacher d'une opinion émise par le ou les fournisseurs d'information. Ainsi un analyste ISR buy side peut expliquer qu'il trouve par exemple la note environnementale donnée par son fournisseur d'information extra-financière, trop sévère ou au contraire trop laxiste. Il mène alors sa propre enquête sur l'entreprise en question et révisé ou non la note attribuée par l'agence.

A côté de cette population encore assez réduite demeure une proportion de sociétés de gestion qui s'en remet plus ou moins strictement à l'opinion extra-financière émise par ses fournisseurs d'information extra-financière.

Les modalités de ce recueil direct de l'information auprès des entreprises peuvent se révéler assez différenciées selon les sociétés de gestion. Certaines mettent en place un processus relativement systématisé de rencontres avec les entreprises sur les thèmes extra-financiers et se démarquent par l'organisation de rencontres individualisées en face à face (en moyenne plus d'une centaine par an) avec les directions des entreprises. D'autres privilégient des modes d'informations plus informels et moins personnalisés. Seules les sociétés de gestion aux moyens financiers globaux importants et disposant de cellule dédiée ISR aux effectifs conséquents entrent dans ce processus de systématisation des échanges avec les entreprises.

81% des sociétés de gestion enquêtées déclarent recueillir de l'information directement auprès des entreprises par le biais de questions aux entreprises dans les « road shows » organisé par les brokers<sup>250</sup> et dans d'autres manifestations publiques où les entreprises présentent leur stratégie développement durable ou RSE.

---

<sup>250</sup> Voir glossaire et chapitre II sur ce terme.

| Questions dans les road-show brokers et autres manifestations publiques | Rencontres individualisées avec direction | Visites des sites d'entreprises | Echanges téléphoniques | Echanges E-mail | Envoi d'un questionnaire extra-financier | Autre(s) | NSP |
|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------|------------------------|-----------------|------------------------------------------|----------|-----|
| 81%                                                                     | 71%                                       | 57%                             | 52%                    | 43%             | 24%                                      | 19%      | 0%  |

Tableau 21 ET : Les modalités du recueil de l'information auprès des entreprises

Les brokers comme nous l'avons vu dans la chapitre II font partie des interlocuteurs principaux des sociétés de gestion d'actifs. Les gérants de fonds mais aussi les analystes financiers buy side consultent l'opinion financière des analystes financiers dit sell side via les vendeurs qui se mettent directement en contact avec les gérants et les analystes financiers. A côté de cette activité d'émission d'opinion financière sur les entreprises, certains brokers ont aussi mis en place une activité de mise en relation des investisseurs avec les entreprises. Cette mise en relation prend notamment la forme de « road shows » dans lesquelles des entreprises présentent, dans les lieux les plus luxueux des grandes place financières internationales, leur stratégie économique, industrielle et financière à un parterre d'investisseurs invités expressément par la société de courtage. Or ces trois dernières années, certains brokers ont adapté cette formule à la thématique du développement durable. Ils invitent des entreprises à présenter leur stratégie dite de développement durable ou de RSE à des investisseurs identifiés comme sensibles aux dimensions extra-financière. Pour les offreurs de fonds ISR, il s'agit d'une des occasions les plus simples et les moins onéreuses de poser des questions extra-financières aux entreprises.

Il existe cependant d'autres types de manifestations qui peuvent permettre aux analystes ISR d'entrer en contact avec les entreprises. Le Forum pour l'investissement responsable français organise, depuis 2003 en juin lors de la semaine du développement durable, une manifestation nommée FAIRE<sup>251</sup> dont l'objectif est de fonctionner comme un immense road show du développement durable où entreprises et investisseurs peuvent dialoguer sur ces questions. D'autres manifestations comme le FEDERE organisé par le journal *Les Echos* peut aussi en partie jouer ce rôle.

A côté de ces manifestations collectives, 71% des sociétés de gestion interrogées déclarent entrer en contact direct avec les entreprises par le biais de rencontres

<sup>251</sup> Le Forum Annuel de l'Investissement Responsable en Europe (FAIRE). En 2003 et 2004, la rencontre a rassemblé chaque année près de vingt entreprises qui ont présenté aux investisseurs leurs résultats économiques, sociaux et environnementaux à 200 analystes et investisseurs provenant de sociétés de gestion et d'agences d'analyse et de notation extra-financières.

individualisées. Là aussi, il peut arriver que les brokers interviennent. Ils organisent parfois pour les analystes financiers et les gérants d'actifs des rencontres individualisées notamment avec les entreprises étrangères plus difficiles à atteindre. Certains proposent aujourd'hui le même service sur les dimensions ISR. L'analyste ISR ou les analystes ISR peut aussi organiser lui-même ce type de rencontres individualisées. Ils peuvent y aller seuls mais aussi parfois accompagnés de leur(s) collègue(s) analyste(s) financier(s). La plupart des analystes ISR observés ont d'ailleurs tendance à mettre en avant l'intérêt de rencontrer les entreprises avec l'analyste financier car cela empêche les directions d'entreprise de se dérober sur l'une ou l'autre des dimensions.

Les analystes ISR observés et déclarant avoir ce type de pratiques présentent ces rencontres individualisées comme un véritable complément d'informations qui leur permet d'affiner leur opinion extra-financière sur l'entreprise en posant toutes les questions qui leur paraissent sans réponses. Certains déclarent se préparer fortement à ces réunions (lecture précise des analyses fournies par les agences, recherche sur la documentation officielle provenant de l'entreprise) qu'ils dirigent parfois à l'aide d'un guide d'entretien ou d'un questionnaire. Ces rencontres constituent, alors le socle sur lequel ils paraissent construire leur méthodologie interne d'analyse et les contenus de ces mêmes analyses.

L'objectif affiché ici est d'affiner le premier travail réalisé par les agences en entrant dans les détails et en retravaillant parfois les enjeux sectoriels définis au préalable. C'est sur ces rencontres individualisées en face à face que se crée une forte démarcation entre des sociétés de gestion aux moyens financiers globaux forts et celles aux moyens plus relatifs. En effet, ce sont essentiellement sociétés de gestion faisant partie de grands groupes bancaires multi-activités ou de grandes sociétés de gestion étrangères qui s'engagent de manière systématisée sur cette voie alors que les structures aux encours plus modestes paraissent plus en retrait sur cette modalité de contacts.

A la suite, 57% du panel déclarent que la visite des sites d'entreprises représente une des formes de contacts privilégiés par les cellules dédiées ISR. Ici aussi, il semble que l'analyse ISR buy side réplique un des modes de contact privilégiés par les analystes financiers.

52% et 43% des sociétés de gestion interrogées affirment recueillir de l'information extra-financière auprès des entreprises par le biais des e-mails et du téléphone. Les sociétés de gestion aux encours totaux les plus modestes sont celles qui utilisent le plus fréquemment ces

modes d'échanges plus économes en terme de temps et d'argent. L'observation participante semble cependant révéler qu'il ne s'agit pas seulement d'une question de temps et d'argent. Les analystes ISR, souvent jeunes, quasi inexpérimentés et isolés des sociétés de gestion plus modestes semblent souffrir d'un manque de légitimité. Il transparaît parfois l'impression qu'ils ont du mal à obtenir l'attention des directions d'entreprises alors que certaines d'entre elles n'hésitent pas à solliciter des entretiens avec les cellules dédiées ISR des grosses sociétés de gestion pour les convaincre de la qualité de leurs comportements extra-financiers.

Finalement une minorité de société de gestion, 24%, déclare recueillir de l'information auprès des entreprises par le biais d'un questionnaire développement durable. C'est une solution peu utilisée en général par les sociétés de gestion. De nombreux analystes ISR estiment que ce travail est redondant avec celui fourni par les agences dont la mission est justement de synthétiser, pour chaque entreprise, les grandes orientations de ses pratiques développement durable ou RSE. Par ailleurs, un des thèmes de prédilection des directions des entreprises sur l'ISR est de se plaindre du nombre pléthorique de questionnaires qu'elles peuvent recevoir. Les acteurs de l'ISR parlent alors de « fatigue du questionnaire », la tendance affichée étant plutôt de procéder à une réduction de ce nombre de questionnaires. Cependant certaines sociétés de gestion ont choisi cette voie du questionnaire direct aux entreprises. A la fois, semble-t-il, pour se démarquer des méthodes utilisées par leurs concurrents et d'autre part pour constituer progressivement une base de donnée sur mesure sur ces question extra-financières dans le but de partager et de diffuser cette information à l'ensemble des équipes de gestion financière. Il s'agit cependant de questionnaires beaucoup plus réduits que ceux administrés par certaines des agences. Cette solution a été retenue par des sociétés de gestion aux moyens financiers plutôt élevés mais qui ne semblent pas être entrées dans un processus systématisé de rencontres individualisées avec les entreprises.

La catégorie « autres » qui concerne 19% des sociétés de gestion contient peu d'éléments nouveaux. Les sociétés de gestion soulignent essentiellement qu'elles recueillent, comme les analystes ISR en agences, de l'information par le biais des documentations produites par les entreprises mais aussi par le recours à d'autres sources d'information que ces agences. Par ailleurs, la pratique de l'observation participante nous permet d'ajouter ici à ces différentes tâches assumées sur l'expertise extra-financière une dernière pratique. Certaines sociétés de gestion développent une offre ISR non seulement sur les entreprises émettant des actions mais aussi sur des entreprises, des pays, des collectivités territoriales

émettant des obligations<sup>252</sup>. Si sur les entreprises concernées par l'obligataire, les sociétés de gestion tentent d'avoir recours au service de leurs fournisseurs d'information extra-financière, sur les pays, certaines font le choix de procéder en interne à une évaluation extra-financière. Les analystes ISR observés déclarent souvent ne pas avoir été assez convaincus de la pertinence du service offert sur les pays par les agences. Dans notre panel, deux sociétés de gestion ont confié cette tâche à leur analyste ISR.

#### *b) Les sources d'informations alternatives : les brokers en tête*

Comme les agences d'analyse et de notation extra-financières, les acteurs des sociétés de gestion mettent souvent un point d'honneur à mettre en avant le fait que leur expertise extra-financière ne dépend pas d'un seul type d'émetteur ou de fournisseur. Comme nous l'avons vu plus haut, les agences affirment souvent que leur opinion extra-financière sur les entreprises ne dépend pas seulement de l'information fournie par l'entreprise mais aussi par l'ensemble des parties prenantes (syndicats, société civile...) même si nous avons pu cependant voir avec la description faite du métier d'analyste ISR en agence que ce recours systématique aux parties prenantes semble en partie peu conforme avec la réalité de terrain.

Les analystes ISR et gérants-analystes ISR chargés de développer une expertise interne extra-financière sont un peu dans la même disposition mais vis-à-vis des agences d'analyse et de notation extra-financières. Il est aujourd'hui valorisé notamment en raison des prises de position du CIES, en partie relayée par Novethic<sup>253</sup> mais aussi en raisons des orientations stratégiques prises par certaines grandes sociétés de gestion de procéder à une diversification de leurs sources d'information. Le recours direct aux entreprises fait partie de cet effort de diversification mais celui-ci est aussi marqué par l'affirmation du recours à d'autres sources d'informations complémentaires.

| <b>Autres sources d'informations</b> | <b>Brokers</b> | <b>Médias spécialisés</b> | <b>ONG</b> | <b>Syndicats</b> | <b>Autre(s)</b> |
|--------------------------------------|----------------|---------------------------|------------|------------------|-----------------|
| <b>% de SG</b>                       | 86%            | 75%                       | 50%        | 32%              | 39%             |

Tableau 22 ET : Les sources d'informations extra-financières complémentaires utilisées par les SG

<sup>252</sup> Voir glossaire pour une définition sur les termes actions et obligations.

<sup>253</sup> Le CIES et Novethic, bien qu'étant des organisations très différentes sont les seules à ce jour à proposer sur le marché français de l'ISR un système d'évaluation de l'offre ISR en France. Celle-ci prend la forme d'un label pour le CIES et un système de notation pour Novethic. Les orientations méthodologiques des systèmes mis en place par ces organisations peut donc avoir un impact certain sur les discours et les orientations prises par les sociétés de gestion souhaitant répondre aux exigences de ces différents évaluateurs qui donnent quelques balises à des acteurs chargé de construire de zéro une offre ISR.

86% des 28 sociétés de gestion du panel total déclarent avoir recours aux brokers pour se procurer de l'information extra-financière complémentaire. Comme nous l'avons vu plus haut, nous retrouvons ici encore ces interlocuteurs traditionnels des sociétés de gestion non plus sur une activité de mise en relations des investisseurs et des entreprises mais sur une activité d'analyse extra-financière produite par les analystes sell side travaillant chez ces même brokers.

Ces derniers ont commencé ces dernières années sur le continent européen à produire des analyses sectorielles sur des thématiques extra-financières. Peu désireux au départ de s'engager sur cette voie de l'analyse extra-financière considérée comme non lucrative car trop restreinte, de nombreux brokers ont commencé à changer d'orientation stratégique en raison d'appels du pied répétés de la communauté internationale de la gestion d'actifs.

En 2003-2004, un groupe de travail de la branche finance du programme environnement des Nations Unis (PNUE Finance) composé de sociétés de gestion impliquées internationalement sur l'ISR, a pour fonction de produire des éléments nouveaux de réflexion sur ce champ. Pour ce faire, ce groupe demande à la communauté des brokers de proposer des travaux de recherches sur ces thématiques. Il n'y a aucune rémunération à la clé mais le PNUE peut assurer, en contrepartie, grâce à sa légitimité de fortes retombées médiatiques et d'estime à l'ensemble des brokers qui acceptent de se prêter au jeu. Une dizaine de brokers implantés essentiellement en Europe et au Japon produisent des études et notamment un des courtiers les plus renommés internationalement : *Goldman Sachs*. Les meilleurs travaux sont présentés en juin 2004 à Paris devant un parterre de sociétés de gestion internationales et d'investisseurs institutionnels. Une synthèse qui reprend l'ensemble des conclusions de ces différents rapports<sup>254</sup> est réalisée. Elle permet essentiellement aux sociétés de gestion faisant partie du groupe de travail d'affirmer la nécessité et la pertinence pour la communauté des brokers à commencer à produire de la recherche extra-financière.

En 2004-2005, un nouveau groupe de sociétés de gestion impliquées dans l'ISR se forment à l'échelle européenne et organise l'initiative EAI<sup>255</sup> (Enhanced Analytics Initiative). L'objectif de ce groupe composé de deux représentants français (AGF AM et BNP Paribas AM) et de représentants allemands, anglais et néerlandais est à nouveau de pousser les brokers à s'emparer des thématiques extra-financières. Toutefois, cette fois-ci le groupe

---

<sup>254</sup> UNEP-FI, 2004, *The materiality of Social, environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing*

<sup>255</sup> L'ensemble des éléments concernant cette initiative est disponible sur le site très complet mis en place par ses promoteur : <http://www.enhanced-analytics.com/>

décide de proposer une carotte plus conséquente aux brokers en leur proposant une rémunération à la clef.

Comme nous l'avons vu dans le chapitre II, à l'heure actuelle la recherche des analystes sell-side travaillant chez les brokers est rémunérée de façon indirecte par les commissions de courtage versées par les sociétés de gestion de manière préférentielle à tel ou tel broker pour opérer leurs transactions boursières.

L'initiative EAI suit les mêmes règles. Les brokers doivent produire des rapports d'analyse et de recherche sur les thématiques extra-financières. Ceux-ci sont évalués par une agence indépendante à l'aune de plusieurs critères : capacité à englober l'ensemble des questions extra-financière (environnement, social et gouvernement d'entreprise) capacité à couvrir l'ensemble des secteurs d'activité et des zones géographiques intéressant les promoteurs de l'initiative, capacité à comparer précisément des entreprises entre elles, capacité à émettre des opinion sur les impacts financiers à long terme de ces critères extra-financiers. A partir de cette évaluation, un classement est réalisé qui permet de distinguer les brokers les plus satisfaisants et innovants. En contrepartie de cet effort de recherche, les promoteurs de l'initiative s'engagent à verser 5% de leurs commissions de courtage aux brokers qui se sont distingués sur l'année par la qualité de leur recherche ISR. Les promoteurs de l'initiative ont pour objectif de « casser la logique de l'œuf et de la poule ». En donnant un signe clair aux brokers, ils espèrent inciter ces derniers à s'emparer de ces questions extra-financières qui pourraient selon leur point de vue d'investisseurs avoir un impact à long terme sur la performance des entreprises.

Pourquoi ne pas donner cet argent aux agences qui depuis le début de l'émergence du mouvement de l'ISR tentent d'offrir aux sociétés de gestion des éléments neufs d'évaluation des entreprises? Plusieurs raisons peuvent être évoquées mais qui doivent être maniées avec prudence car elles sont essentiellement d'ordre interprétatif.

Il faut d'abord invoquer une stricte raison économique. Il serait à coup sûr moins cher de voir la recherche ISR assumée par les courtiers car cela permettrait de faire entrer les frais de l'accès à une expertise extra-financière dans des frais déjà existants. Le coût des agences pourrait à terme être supprimé. Une option pour les sociétés de gestion est donc de tenter de ne pas payer directement la recherche en la faisant endosser aux brokers dont le modèle économique est fondé sur le paiement indirect de la recherche et par conséquent sur un flou même sur le prix exact de cette dernière.

Au-delà de ces questions de coût pointent des questions de légitimité et de confiance dans les outils développés à l'heure actuelle par les agences. Il semble qu'un nombre

important de sociétés de gestion soit peu convaincu par la viabilité du modèle économique à long terme de la notation indépendante. Par ailleurs, il semble qu'un certain nombre d'entre eux aient la conviction, d'ailleurs en partie partagée par les analystes ISR en agences interviewés, que ces agences ne possèdent pas en interne les compétences financières qui permettrait de faire le lien entre la performance financière et la prise en compte de ces critères extra-financiers. Or pour certains, l'ISR ne peut avoir de réel avenir que si on fait la preuve de sa plus value financière de long terme.

Toutefois, aujourd'hui, il n'est pas pertinent de parler d'une réelle concurrence entre les agences d'analyse et de notation extra-financières et les brokers car ceux-ci ne produisent absolument pas le même type de données. Si 86% des enquêtés affirment utiliser cette source d'information, il est encore assez difficile de définir concrètement quel impact elle peut avoir sur leur évaluation finale des entreprises. Les brokers, pour l'instant, produisent des études sectorielles limitées, portant sur des questions très ciblées et ne permettant que très marginalement de procéder à une comparaison systématique des différentes entreprises selon leur secteur d'activité. Elles peuvent être utilisées de manière complémentaire par les analystes ISR buy side mais ne remplacent pas pour le moment les bases de données à visée exhaustive, construites par les agences.

Il est encore difficile de définir si l'évolution du secteur sera marquée par la mainmise des brokers sur l'expertise extra-financière ou sur une situation plus modérée. Il semble toutefois raisonnable de penser qu'il y aura des changements rapides notamment en raison de la volonté de plus en plus affichée d'une part des acteurs de la gestion d'actifs de confier cette recherche aux sociétés de courtage et d'autre part de la volonté de certaines sociétés de courtage de faire de la recherche ISR un avantage concurrentiel. Or ces dernières disposent de moyens financiers beaucoup plus conséquents et une expérience professionnelle plus forte que les agences dont le modèle économique reste souvent bancal et la jeunesse est encore grande.

La deuxième source d'informations complémentaire évoquée par les sociétés de gestion est celle des médias spécialisés sur les questions extra-financières. Pour les sources françaises, les plus cités sont la *Lettre de l'ORSE*, *SRI in progress*<sup>256</sup>, *News Manager* ou encore *Novethic*. De nombreux sites Internet étrangers sont aussi cités dans cette rubrique. Ici aussi, il n'est pas évident d'identifier le mode d'utilisation de ces informations. Permettent-

---

<sup>256</sup> Cette publication a cessé d'exister lors de l'année 2004. Une partie de ses contenus se trouvent aujourd'hui sur un site Internet : [isrinfo.fr](http://isrinfo.fr)



elles juste aux membres des cellules dédiées ISR de conserver un degré élevé d'information sur l'actualité de l'ISR, de la RSE et du développement durable ou sont-elles utilisées directement pour enrichir l'évaluation extra-financière des entreprises ? Il est difficile de trancher.

Le recours à l'information produite par les ONG est cité par la moitié des sociétés de gestion. Comme pour les agences, il s'agit moins ici d'avoir un recours direct à des membres de ces ONG que de consulter le site de ces différentes organisations et de lire ponctuellement les rapports produits par ces organisations sur les entreprises. La question précédente se pose aussi ici sur l'utilisation concrète de ces informations.

Une minorité des sociétés de gestion, 32%, affirment recourir à l'information fournie par les syndicats sur les entreprises. Ici encore, il n'est pas aisé de donner une photographie très claire de la réalité de ces échanges. La majorité des sociétés de gestion qui choisissent cet item ont des relations assez étroites avec les syndicats car ils font partie du comité de pilotage de leur(s) fond(s) ISR. Mais il n'est facile de déterminer de quelle nature pourraient être les informations fournies par les représentants syndicalistes. Dans le cadre français, il semble s'agir d'échanges d'idées et d'opinions sur les entreprises, accélérés avec la participation des membres du CIES à des comités de pilotage des offres labellisées dans le cadre de l'Epargne salariale. Dans le cadre européen et international, la consultation de sites Internet des différentes organisations syndicalistes impliquées ponctuellement sur ces questions semble être le principal mode d'obtention de l'information.

Dans la catégorie « Autres » qui rassemble 39% des suffrages des enquêtés, des éléments très diversifiés sont évoqués. Il y a tout d'abord le cas spécifique d'une société de gestion bénéficiant d'un partenariat avec une société de gestion étrangère très impliquée dans l'ISR. Cette dernière a créé un pôle d'expertise extra-financière en interne et elle met disposition gratuitement sa base de données extra-financière à la société de gestion française. Certaines sociétés de gestion évoquent comme autres sources d'information des systèmes de veille informatique sur la presse internationale. Selon leur déclaratif, ils leur permettrait d'avoir une vision enrichie de ce qui se passe au-delà du périmètre européen. D'autres font référence aux informations recueillies au sein des groupes de travail auxquels ils ont pu participer et les ressources mises à leur disposition par des associations professionnelles comme l'ORSE ou l'Association française de gestion (AFG).

**La construction d'une expertise financière en interne passe pour certaines sociétés de gestion et à des degrés divers, par une appropriation des données fournies par le ou les fournisseurs d'information extra-financière mais aussi par une diversification des sources. Cette diversification passe par le recueil plus ou moins systématisé d'informations auprès des entreprises et d'informations complémentaires auprès d'autres émetteurs. Il reste encore assez difficile de bien saisir comment les analystes ISR buy side articulent et arbitrent entre ces différentes sources d'informations mais un schéma grossier peut être proposé. L'analyse et les évaluations extra-financières produites par les agences sont utilisées comme un premier niveau d'information nécessaire mais jugé insuffisant par certaines sociétés de gestion qui font alors le choix de procéder à un approfondissement de ces données.**

Toutefois, la fonction des analystes ISR et des gérants analystes ISR s'arrête rarement à cette construction d'une expertise interne extra-financière sur les entreprises. De nombreuses tâches viennent se greffer voire se substituer à cette fonction d'analyse extra-financière.

*c) Les multiples autres fonctions des analystes ISR*

Parallèlement au travail d'analyse extra-financière qui est plus ou moins développé selon la société de gestion, les analystes et gérants-analystes ISR occupent fréquemment des fonctions commerciales, d'animation interne, et de représentation publique. Par ailleurs, la responsabilité de l'exercice du droit de vote en assemblée générale d'actionnaires, peut leur être déléguée dans certaines sociétés de gestion.

Les fonctions commerciales consistent essentiellement, selon les résultats de l'enquête consolidée, à faire de la veille concurrentielle sur les agences. 71% du panel affirme être concerné par cet item. Même si les sociétés de gestion soumises à l'enquête travaillent majoritairement avec Vigeo, les équipes dédiées ISR restent en général très attentives à ce qui se passe sur ce marché de l'expertise extra-financière en apparence statique mais au fond très concurrentiel.

Certaines sociétés de gestion organisent des appels d'offre officiels pour sélectionner leur premier, second ou troisième fournisseur d'information. D'autres fonctionnent de manière beaucoup plus informelle en recevant l'ensemble des fournisseurs d'information notamment quand les abonnements forfaitaires, souscrits le plus souvent à l'année, doivent

être reconduits. Les prix, les compétences et les effectifs des équipes d'analystes, la méthodologie, les prestations sont étudiés très précisément. Les coûts des forfaits d'abonnement sont négociés durement. Pour séduire de nouveaux clients, les agences n'hésitent pas ponctuellement à adresser gratuitement leurs travaux de recherche aux sociétés de gestion avec qui elles ont pu entrer en contact commercial mais qui n'ont pas encore été séduites par leur offre.

Les analystes ISR et gérants-analystes ISR peuvent aussi jouer un rôle de soutien des équipes commerciales chargées de vendre l'offre ISR de la société de gestion. Ils jouent alors un rôle pédagogique d'explication de la démarche de gestion adoptée par le ou les fonds ISR. Ils peuvent faire des réunions avec ces équipes mais aussi aller sur le terrain en tant qu'expert ISR pour présenter la démarche aux clients potentiels.

Ils peuvent aussi assumer un rôle plus ou moins fort de représentation publique de leur société de gestion sur la question de l'ISR. En effet, la moitié des 24 sociétés de gestion dotées d'une cellule dédiée ISR déclarent que ses membres ont pour fonction de diffuser l'expertise ISR auprès des investisseurs et de l'opinion publique. Or si l'ISR reste un marché de niche en terme d'encours, il est proportionnellement très médiatisé par rapport à son poids réel en raison de l'innovation qu'il représente et des débats qu'il ouvre sur la capacité du système capitaliste à être vertueux. Par conséquent, de nombreux analystes ISR et gérants-analystes ISR se sont trouvés et se trouvent encore en première ligne pour répondre aux questions des journalistes spécialisés ou généralistes.

Une autre fonction très spécifique, qui émerge dans la catégorie « Autres », est la responsabilité de l'exercice du droit de vote en assemblée générale d'actionnaires. Elle se trouve aujourd'hui déléguée dans de nombreuses sociétés de gestion à ou aux analystes ISR. Ceux-ci sont alors chargés de coordonner le vote non seulement pour les fonds ISR mais pour l'ensemble des fonds gérés par la société de gestion. Il s'agit d'une activité assez complexe à mettre en place et qui peut se révéler très exigeante en terme de temps. Pour de nombreuses cellules dédiées ISR, c'est peut-être une des fonctions les plus difficiles à assumer. Nous reviendrons toutefois plus longuement sur cette question dans le chapitre VI.

Finalement, une dernière fonction émerge de l'enquête consolidée mais aussi de l'observation participante : la diffusion de l'expertise ISR au sein même de la société de gestion. 88% des sociétés de gestion déclarent que leur cellule dédiée ISR assume cette

fonction d'animation interne. La diffusion de cette expertise ISR passe en premier lieu par la construction du processus de gestion des fonds ISR qui se fait conjointement entre la cellule dédiée et les équipes de gestion financière. Quand ces cellules n'existent pas, la construction du processus semble être pris en charge par les gérants des fonds ISR.

Toutefois la diffusion de l'expertise ISR ne passe pas seulement par la définition et la construction préalable d'un processus de gestion ISR donné. Elle se traduit aussi par le contrôle de son bon fonctionnement quotidien et de la bonne compréhension de la spécificité de la démarche ISR par l'ensemble des équipes d'analyse et de gestion financière concerné. Par ailleurs, certaines grandes sociétés de gestion ont pour ambition d'aller plus loin que cela. Elles souhaitent diffuser l'expertise ISR à l'ensemble des équipes d'analyse financière et de gestion d'actifs qu'elles soient concernées directement ou pas par la gestion de son offre ISR. Elles font ici le pari officiel que certaines questions extra-financières peuvent devenir à terme de véritables enjeux financiers. L'enquête par questionnaire a permis de saisir quelques modalités concrètes de la diffusion de l'expertise ISR au sein des équipes de gestion.

Nous avons d'abord essayé de définir quelle était la localisation spatiale des analystes ISR et gérants analystes ISR par rapport aux équipes de gestion financière et la fréquence des échanges entre eux.

Le premier constat qui se dégage est la grande proximité spatiale entre les différentes équipes et la haute fréquence des échanges, mises en avant par une grande majorité des sociétés de gestion. En effet, sur les sociétés de gestion déclarant avoir au moins un analyste ISR ou un gérant-analyste ISR, 62% déclare se trouver dans la même salle que les équipes de gestion et 38% au même étage.

Quant aux échanges, elles sont 81% à les qualifier de quotidiens et 14% d'hebdomadaires. Il faut ici souligner le cas particulier rencontré fréquemment dans les sociétés de gestion aux effectifs réduits ou fonctionnant sur des unités de gestion réduites et spécialisées sur l'ISR. Le gérant-analyste ISR est aussi alors membre à part entière de l'équipe financière de gestion.

| Proximité analystes ISR et équipes gestion d'actif | même salle | même étage | même bâtiment | autre bâtiment | Autre | NSP |
|----------------------------------------------------|------------|------------|---------------|----------------|-------|-----|
| % de SG                                            | 62%        | 38%        | 0%            | 0%             | 0%    | 0%  |

Tableau 23 ET : Localisation spatiale des analystes ISR par rapport aux équipes de gestion

| Fréquence des échanges entre analystes ISR et équipes gestion d'actifs | quotidiens | hebdomadaires | quinze jours | mois | autre | NS P |
|------------------------------------------------------------------------|------------|---------------|--------------|------|-------|------|
| % de SG                                                                | 81%        | 14%           | 0%           | 0%   | 5%    | 0%   |

Tableau 24 ET : Fréquence des échanges entre analystes ISR et équipes de gestion

Si ces deux éléments de description peuvent nous renseigner sur les modalités générales de coordination entre analystes ISR et équipe financière, ils restent cependant assez flous et sujet à interprétation, notamment celui de la proximité spatiale. En effet il n'est pas exactement similaire de faire partie du même « open space » d'une centaine de mètre carrés rassemblant plus d'une centaine de personnes ou d'être réunis dans un bureau d'une quinzaine de mètre carrés regroupant moins de 10 personnes. Par ailleurs, s'il est intéressant de connaître la fréquence des échanges, cela ne nous permet pas forcément d'en qualifier la nature.

C'est pourquoi, pour essayer d'aller un peu plus loin dans cette description, il est intéressant de se concentrer maintenant sur la description des dispositifs de sensibilisation, formation et d'information mis en place par le ou les analystes ISR buy side en destination des équipes de gestion.

71% des 21 sociétés de gestion dotées d'analystes ISR et de gérants-analystes ISR déclarent que ces derniers ont mis en place ce type de dispositifs. Le tableau suivant est un recensement exhaustif de toutes les pratiques décrites par les répondants dans le questionnaire qui demandait expressément des exemples concrets de la mise en place de ce type de dispositif. Deux grands principes de fonctionnement sont à l'œuvre. Il s'agit soit d'intégrer l'ISR dans les pratiques organisationnelles déjà établies soit d'instaurer de nouvelles pratiques en créant de nouveaux dispositifs :

| <i>Intégrer l'ISR dans les pratiques établies</i>                                                                                                    | <i>Instaurer de nouvelles pratiques</i>                                                                                              |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Participation de l'analyste(s) ISR aux réunions hebdomadaires/mensuelles des analystes financiers                                                    | Création par l'analyste ISR en collaboration avec les équipes d'analyse financière de grilles d'enjeux sectoriels extra-financiers   |
| Echanges informels avec les analystes financiers et les gérants d'actifs sur les entreprises                                                         | Création par l'analyste ISR d'un questionnaire extra-financier communiqué aux équipes de gestion et à administrer aux entreprises    |
| Intégration dans l'Intranet de la société de gestion des données extra-financières                                                                   | Création d'un comité de pilotage extra-financier du fonds avec participation des équipes de gestion financière                       |
| Participation de l'analyste(s) ISR aux rencontres individualisées avec les entreprises en compagnie des analystes financiers et des gérants d'actifs | Organisation de séances de formation et de sensibilisation des équipes d'analyse et de gestion aux grands enjeux extra-financiers    |
| Coordonner des études sur la performance des fonds ISR en partant des données extra-financières                                                      | Mise à disposition de données informatiques et papiers sur les enjeux extra-financiers, proposition de conférences sur ces questions |

Tableau 25 ET : Les dispositifs de diffusion et de sensibilisation de l'expertise extra-financière

L'intégration de l'ISR dans les pratiques déjà établies passe par des voies plus ou moins formalisées. L'analyste ISR ou gérant-analyste ISR peut établir un dialogue informel avec les analystes financiers et les gérants en diffusant son point de vue ISR sur une entreprise, un secteur, un problème précis. Ce dialogue informel semble facilité si l'analyste ISR ou gérant-analyste ISR a déjà lui-même exercé des fonctions d'analyste financier ou de gérants d'actifs dans cette même société de gestion.

De manière plus formelle, le ou les analystes ISR peuvent participer, notamment dans les grandes sociétés de gestion, aux réunions des analystes financiers. Ils peuvent alors simplement participer et diffuser leur point de vue ou encore être chargés au même titre que leurs collègues de faire des présentations à l'assemblée réunie sur un secteur ou un enjeu précis.

Le ou les analystes ISR épaulés par les services informatiques de son organisation peut intégrer les notes extra-financières des entreprises dans les logiciels de prise de décision construits pour les gérants d'actifs. Ces derniers voient s'afficher à côté des diverses notes financières attribuées à l'entreprise sa note extra-financière, ce qui lui permet de faire directement un arbitrage. Cette solution semble plutôt le fait de certaines grandes sociétés de gestion et reste encore assez peu répandue.

Le ou les analystes ISR peut accompagner le ou les analystes financiers dans ces rencontres avec les entreprises. Il lui arrive cependant de procéder à ce type de réunions seul car l'analyste ISR ne va pas forcément rencontrer les mêmes protagonistes dans les

entreprises. Il sera plus intéressé par des entretiens avec la direction des ressources humaines, de l'environnement et de la direction du développement durable si elle existe qu'avec les directions financières de ces mêmes entreprises. Comme nous l'avons vu plus haut, ce type de rencontres est plus le fait des grandes sociétés de gestion.

Le ou les analystes ISR mais aussi plus largement les équipes de gestion qui ont la responsabilité de la gestion du fonds peuvent entamer un travail de recherche sur les liens entre performance financière et choix de gestion socialement responsable. La spécificité ISR est utilisée dans un des fonctionnement élémentaire de la gestion d'actifs : la recherche statistiques des facteurs de performance d'un style de gestion donné.

Mais le ou les analystes ISR ne se cantonnent pas à la tentative d'intégrer l'ISR dans les pratiques déjà établies, il est souvent dans l'obligation pour mener à bien sa mission de créer de nouveaux dispositifs. Il faut d'ailleurs remarquer que les processus de création de dispositifs ont souvent précédé les tentatives d'intégration de l'expertise ISR dans des pratiques déjà établies.

Une des premières pratiques à avoir vu le jour a été la création de comité de pilotage extra-financier réunissant les représentants de la gestion d'actifs, les investisseurs des fonds ISR et des experts de l'ISR, de la RSE ou du développement durable. Ces réunions qui ont fréquemment comme fonction première d'informer les investisseurs des grandes orientations et des dernières avancées de la gestion ISR que leur propose la société de gestion, peuvent avoir comme fonction secondaire de diffuser l'expertise ISR aux gérants des fonds ISR non impliqués dans l'expertise extra-financière et à d'autres membres de la société de gestion.

Certains analystes ISR, souvent dans des grandes ou moyennes sociétés de gestion, tentent d'associer les équipes d'analystes financiers dans la création d'une grille d'enjeux sectoriels extra-financiers ou d'un questionnaire extra-financier. La bonne connaissance des secteurs d'activités qui est souvent le propre du métier d'analyste financier leur permet d'affiner leur questionnement. Ce type de collaboration permet d'impliquer directement les analystes financiers dans la réflexion sur les enjeux extra-financiers. Ces documents sont alors à leur disposition s'ils souhaitent s'en servir ou les consulter.

Le ou les analystes ISR peut aussi jouer un rôle d'animateur, d'agitateur d'idées en interne. Il peut proposer aux équipes de gestion de consulter des ouvrages de référence papier ou électroniques sur des thèmes clef dans le champ de l'ISR. Il peut créer des supports électroniques ou papiers qui font le point sur les orientations socialement responsables prises par l'offre ISR de la société de gestion ou encore proposer des synthèses sur l'actualité de

l'ISR. Il peut aussi inciter les membres de l'équipe de gestion à se rendre à des conférences, à des groupes de travail, des manifestations sur l'ISR. Il peut aussi être l'instigateur de l'organisation en interne de conférences sur les enjeux extra-financiers auxquelles est convié l'ensemble des collaborateurs de la société de gestion. Cette dernière initiative est généralement plus le fait de grandes sociétés de gestion alors que les autres ont été observées généralement dans des sociétés de gestion de taille plus réduite.

Aucune société de gestion n'a mis en place l'ensemble de ces dispositifs. Certaines sont cependant plus engagées dans cette volonté de diffuser l'expertise extra-financière à l'ensemble de la gestion. Cet engagement est à la fois le fait de grandes sociétés de gestion dotées de cellules dédiées ISR relativement importantes souhaitant impliquer l'ensemble de leur effectif sur la question et celui de sociétés de gestion aux effectifs ISR plus modestes. Petites ou grandes, ces dernières ont besoin, pour se déployer correctement sur l'ISR, de s'appuyer sur l'ensemble des compétences en place. A côté de ces sociétés existent deux autres cas de figure : les sociétés de gestion où les fonctions ISR et les fonctions financières se confondent en raison du caractère réduit des effectifs mais aussi les sociétés de gestion aux effectifs ISR souvent élevés mais qui font de l'ISR un champ clos non articulé avec les autres espaces organisationnels de la société de gestion.

Il faut aussi souligner ici qu'il existe aussi une différence forte en terme de ressources en temps entre les individus qui occupent la seule fonction d'analyste ISR et ceux qui occupent la double fonction d'analyste et de gérant comme en atteste le tableau suivant :



| <b><i>Temps consacré à la fonction</i></b> | <b>Plein temps</b> | <b>Temps partiel</b> | <b>NSP</b> |
|--------------------------------------------|--------------------|----------------------|------------|
| <i>Analystes ISR</i>                       | <b>93%</b>         | 7%                   | 0%         |
| <i>Gérants-Analystes ISR</i>               | 46%                | <b>54%</b>           | 0%         |

Tableau 26 ET : Temps consacré à la fonction d'analyste ISR

En effet, les analystes ISR sont bien plus souvent à plein temps sur leur fonction que les gérants analystes ISR qui sont, pour plus de la moitié, à temps partiel sur la fonction.

**Les fonctions assumées par les analystes ISR sont donc plurielles. L'observation participante démontre que généralement les analystes ISR expriment un sentiment de trop plein assez similaire à celui exprimé par Jeanne. Leurs tâches sont multiples et ils ne semblent pas forcément avoir le temps de les mener toutes à bien. Cette impression est accentuée dans les petites sociétés de gestion où non seulement l'analyste ISR est seul mais il doit assumer des tâches périphériques à l'analyse extra-financière prises en charge dans les grandes sociétés de gestion par d'autres lignes métiers. L'analyste ISR qui travaille en solitaire dans une société de gestion moyenne ou grande dispose donc d'une situation plus favorisée en terme de ressources humaines et temporelles. Il peut à la fois s'appuyer sur les autres lignes métiers pour les aspects commerciaux et marketing par exemple mais aussi sur les compétences internes des équipes d'analystes financiers pour construire l'expertise extra-financière de la société de gestion.**

**Selon les sociétés de gestion, selon leur organisation, selon leurs choix sur la construction de leur expertise extra-financière en interne, il existe plusieurs profils d'analystes ISR et plusieurs façons d'exercer ce métier nouveau. L'enquête par questionnaire a permis de lister et de décrire l'ensemble de ses profils. Nous aimerions maintenant procéder à un travail d'approfondissement de ces données pour tenter une comparaison entre le métier d'analyste ISR buy side et en agence. Pour ce faire, nous nous appuierons sur l'analyse de deux entretiens qualitatifs fait avec des analystes travaillant dans une société de gestion.**

## **2) Le métier d'analyste ISR buy side: le recours à l'enquête par entretiens**

J'ai effectué deux entretiens approfondis avec des analystes ISR buy side travaillant tous les deux dans une sociétés de gestion avec une cellule dédiée ISR avec plus d'un poste d'analyste ISR déclaré. Cette société de gestion fait partie du panel des sociétés de gestion ayant répondu au questionnaire. Elle propose des produits financiers ISR sur le marché français de la gestion d'actifs.

Pourquoi avoir choisi de réaliser deux entretiens avec des analystes ISR travaillant dans la même société de gestion ? Prendre cette orientation présentait l'avantage de pouvoir vérifier de manière encore plus forte la diversité des tâches assumées par les analystes ISR. Par ailleurs, l'observation participante nous permet ici d'avoir une vision d'ensemble des pratiques et des représentations d'analyste ISR travaillant dans des sociétés de gestion avec 1 analyste ISR ou plus, à même de compléter l'analyse thématique de ces deux entretiens approfondis. Les entretiens ont eu lieu au début de l'année 2005 et ont duré entre 3 et 5 heures.

Les deux analystes, que nous nommerons Sabine et Louis sont plus âgés que les deux analystes ISR en agence. Ils approchent ou ont dépassé depuis peu la quarantaine. Leurs carrières professionnelles se sont déroulées dans la gestion d'actifs. Louis, analyste financier au sein d'une société de gestion, se voit proposé un poste d'analyste ISR lorsque son organisation décide de mettre en place une offre ISR. Sabine qui travaille alors dans une autre société de gestion sur des fonctions dépassant le strict cadre de l'analyse financière est embauchée dans cette société de gestion pour devenir elle aussi analyste ISR. Aucun des deux analystes n'a suivi lors de sa scolarité une formation spécifique sur les domaines de l'ISR, de la RSE et du développement durable même si Sabine a effectué des stages dans des domaines proches. Tous deux ont suivi la formation pour devenir analyste financier prodiguée par la SFAF. Sabine du fait de son parcours personnel à une sensibilité très forte à ce qui se passe sur l'ISR dans les autres pays.

En vue de procéder à l'analyse et à la comparaison de ces deux entretiens, la méthode de l'analyse thématique a été privilégiée avec une séparation stricte des éléments ayant trait aux pratiques et ceux ayant un rapport avec les représentations. Dans la partie sur les pratiques l'objectif est de décrire et d'analyser le contenu concret du travail de ces analystes ISR buy side et le contexte organisationnel dans lequel s'insère cette activité. Sur la partie représentations, il s'agit d'analyser et de comparer les opinions et les jugements que peuvent

porter ces analystes ISR sur les structures avec lesquelles ils travaillent et sur leur propre activité.

#### A) Pratiques : définir les contours du métier d'analyste ISR buy side

Dans la partie précédente, l'analyse des résultats de l'enquête par questionnaire a permis d'avancer l'hypothèse d'une grande variété du type de tâches assumées par les analystes ISR buy side en comparaison de celles attribuées aux analystes en agence même si un socle commun sur la construction d'une expertise financière sur les entreprises était similaire dans les deux métiers. L'analyse des entretiens va permettre ici de tester cette hypothèse, de l'approfondir voire de la diversifier.

##### a) Avant la construction de l'expertise extra-financière : mise en place de la cellule dédiée ISR et du process de gestion

Le premier point abordé par les deux analystes pour décrire les différentes étapes de leur travail n'est pas la construction de l'expertise extra-financière sur les entreprises mais toutes les actions qui ont eu trait à la mise en place de la cellule dédiée ISR et du process de gestion extra-financière.

Le point central de l'activité des sociétés de gestion n'est pas comme les agences de fournir un produit d'analyse extra-financière aux sociétés de gestion, leurs clientes, mais bien un produit financier ISR aux investisseurs institutionnels ou particuliers. Les deux analystes ISR, appuyés par le directeur du département auquel ils appartiennent, ont dans cette société de gestion la responsabilité de construire ce process de gestion. Construire un process de gestion consiste selon la description donnée par Louis à choisir ses fournisseurs d'informations extra-financière, de décider quel sera le rôle des analystes ISR et des analystes financiers en interne et de déterminer comment les différents apports vont s'articuler :

« Et bien on avait ce cahier des charges proposé par notre responsable qui était convaincu de l'intérêt du projet. Après une première phase où on a essayé de rassembler toutes les informations sur la question, la proposition qui a été faite, c'était de construire une note ISR à partir de trois composantes : une partie économique tirée du travail des analystes financiers, une partie sociale et environnementale construite à partir de l'évaluation extra-financière. Au départ, on a commencé à collaborer avec X sans forcément s'abonner d'ailleurs pour construire notre système d'alerte sur l'évaluation extra-financière. On s'est dit qu'on allait se concentrer sur les cas discordants, c'est-à-dire où nos analystes financiers et l'analyse produite par X entraient en discordance. Avec ce principe, ça tenait debout puisque cela faisait environ 90 entreprises à voir par ans. » *Louis*

Sabine s'accorde, elle aussi, sur ce scénario ainsi que sur le rôle joué par leur supérieur hiérarchique mais souligne surtout l'aspect très progressif de la mise en place du process de gestion. Au départ, celui-ci se construit surtout autour de l'expertise extra-financière de l'unique agence à laquelle est abonnée la société de gestion et du dialogue des analystes ISR avec le gérant, responsable de la gestion des produits financiers ISR fraîchement créés :

« Bon après pour le travail en gros, on a eu l'abonnement à X, on avait les notes et les fiches et je travaillais avec le gérant du fond, on se voyait toutes les semaines... Le truc pour l'analyse éthique, le plus c'était que notre responsable était à fond pour, on travaillait par rapport au process que l'on avait rapidement formalisé. » *Sabine*

Sabine souligne, par ailleurs, le rôle majeur du comité de pilotage d'un des fonds mis en place par la société de gestion dans l'amélioration progressive du process de gestion et la présentation qui pouvait en être faite. Sabine relate qu'au départ, le dialogue ne passe pas bien entre les représentants de la société de gestion et les membres de ce comité de pilotage. Ces derniers, investisseurs et experts, se sentent en droit de décider en raison de leur propre opinion extra-financière spontanée sur les entreprises, lesquelles d'entre elles peuvent entrer dans le portefeuille du fonds. Pour une société de gestion, cette position n'est pas acceptable car elle se voit alors déposséder d'une de ses fonctions clefs : le choix final des entreprises à mettre dans les portefeuilles financiers. Les analystes ISR ont alors l'idée de ne pas orienter la discussion sur les entreprises au cas par cas mais sur une réflexion plus générale sur les critères extra-financiers et la pertinence de leur prise en compte dans les différents secteurs d'activité auxquelles appartiennent ces entreprises. Cette réflexion permet alors de définir des grands principes concernant le respect de chaque domaine de critères. Les analystes ISR et les gérants s'engagent alors à respecter ses principes dans le process de gestion du fonds :

« Ce qui a été structurant au début je trouve c'est la mise en place de notre premier fonds et de son comité de surveillance. A l'époque, nous n'avions pas un process super défini et en fait quand nous passions en revue les entreprises lors de ce comité de gestion, nous étions en porte à faux parce qu'en fait ils s'érigeaient en gérants, ils voulaient faire les choix à la place du gérant et cela n'était pas possible, ce n'était pas ce qui était prévu en terme de contrat, c'est la société de gestion qui gère et qui était responsable de la performance du fonds, le comité ne devait avoir qu'un rôle consultatif. Donc on a tout repris à zéro et retravaillé sur le fonctionnement du comité en leur proposant de travailler en amont sur les critères qui allaient présider aux choix des valeurs à mettre en portefeuille, on leur proposait un travail sur les critères en partant des secteurs plutôt que des entreprises pour bien saisir les enjeux, c'était un truc qu'on faisait avec l'analyste financier, donc on a fait tout ce travail sur les politiques de RSE des entreprises, sur les codes de conduite, sur les enjeux spécifiques à chacun des secteurs traités. Donc ils avaient un rôle consultatif sur les critères d'inclusion et d'exclusion. » *Sabine*

Cette étape de définition des grandes orientations du process de gestion passée, les analystes ISR évoquent la question de la construction d'une expertise extra-financière interne et propre à la société de gestion. Deux étapes qui paraissent en pratique se dérouler en simultané peuvent être distinguées. La première étape passe par le recueil et l'organisation de l'information provenant de diverses sources d'information, la seconde par une appropriation en interne de ces informations par la construction de grilles de lecture visant à définir les enjeux propres à chaque secteur.

#### *b) La construction de l'expertise extra-financière : collecte et organisation de l'information*

##### Utilisation des informations produites par les agences

Au début de la mise en place de son offre ISR, Sabine et Louis rappellent tous les deux que leur société de gestion fait le choix d'utiliser une seule agence d'évaluation et de notation extra-financières. Les années passant, conforme en cela à la tendance générale de diversification des sources d'informations, la société de gestion se dote des services de nouvelles agences.

L'information fournie par la première agence d'analyse et de notation extra-financières est qualifiée par Louis de « bonne base de travail ». Dans les premiers temps de la mise en place de l'offre ISR de cette société de gestion, les rapports paraissent très étroits avec cette première agence. Les deux analystes ISR buy side doivent se former sur la méthodologie de l'agence, sur ses critères et sur son système de notation. Après avoir été soumis à ce premier apprentissage, ils commencent à s'approprier le contenu des fiches et des notations. Or comme le souligne Louis, ils s'aperçoivent rapidement des faiblesses inhérentes à la production encore balbutiante de cette information extra-financière :

« Cela constituait une bonne base de travail de départ même si elle était pleine de trous. On passait beaucoup de temps avec les analystes pour comprendre les différences entre les niveaux d'informations, de dater certaines informations qui surgissaient au tournant d'une fiche et puis il y avait tous ces gros problèmes de comparabilité des informations. » *Louis*

Les deux analystes ISR privilégient alors les contacts par téléphone mais aussi les rencontres sur des secteurs précis avec les analystes ISR de la première agence pour tenter de faire progresser la qualité de l'information. Louis garde un très bon souvenir de cette période

qui selon lui s'apparente à une véritable co-construction de l'expertise extra-financière entre analyste ISR buy side et analystes en agence :

« Ponctuellement, on passait une journée avec les analystes pour discuter avec eux de tels ou tels secteurs, on a fréquenté un peu tous les analystes du tout début. Cela a été intéressant de pouvoir les rencontrer au départ, je crois qu'ils étaient ravis de nous rencontrer parce qu'ils voyaient pas très bien à quoi ça servait concrètement leur travail, on pouvait échanger nos points de vue, confronter nos expertises qui étaient sensiblement différentes. Et puis c'était assez facile en terme de contact, c'était une bande de jeunes, on avait plus l'impression de construire une méthodologie de travail ensemble que d'être dans une simple relation clients-fournisseurs. » *Louis*

Louis remarque que cette période est aujourd'hui révolue. Si les contacts demeurent assez fréquents, il s'agit plus de contacts avec les commerciaux qu'avec les analystes eux même bien que Sabine et Louis continuent d'organiser des rencontres avec les analystes ISR en agences. Par ailleurs, les deux analystes soulignent que la proximité géographique a un impact non négligeable sur les relations qu'ils peuvent entretenir avec les représentants des différentes agences auprès desquelles ils souscrivent aujourd'hui un abonnement. Ils sont plus proches de leurs fournisseurs d'informations implantés à Paris que ceux implantés à l'étranger.

Les deux analystes ISR buy side ont une connaissance approfondie des produits, des méthodologies, des supports techniques proposés par chaque agence. Ils sont particulièrement sensibles à deux points : l'actualité des données fournies par les agences et la fonctionnalité des solutions informatiques proposées pour consulter les analyses et les notations. Louis suggère ainsi que la diversification des sources à laquelle procèdent les sociétés de gestion vise certes un enrichissement des contenus d'analyses mais constitue aussi un des seuls moyens de bénéficier d'une information actualisée :

**Pour vous la diversification des agences, cela représente une véritable valeur ajoutée ?**

Oui vraiment même si cela multiplie les cas discordants vu qu'ils ne posent pas forcément le même regard sur les choses. Il y a aussi une question purement technique, cela permet de pallier aux faiblesses du rythme de production des agences. Quand on a recours à un seul fournisseur, on se retrouve parfois avec des notes très anciennes qui ne sont pas exploitables datant de 2001 ou de 2002. Avec plusieurs fournisseurs, on arrive toujours à avoir une note récente ce qui aide pour alimenter le système d'alerte parce que si tu as un système d'alerte fondé sur des données de 2001 ou de 2002 et bien cela n'a pas vraiment d'intérêt.

**Mais c'est quoi ce rythme de production ?**

Et bien à l'heure actuelle, il est encore de 18 mois, le taux de rotation est de 18 mois, cela reste long quand même.

Sabine, elle aussi, est sensible à cette question de l'actualisation des données mais remarque aussi les différentiels de fonctionnalité entre les divers fournisseurs d'information

utilisés. Alors que certains ont développé des logiciels d'accès aux données efficaces, d'autres ont choisi des voies de valorisation qui compliquent l'utilisation des données :

« En terme technique, je dirais que la technologie de Y est un peu obsolète, c'est des CD, pour retrouver une fiche, tu dois chercher le code Reuters et après quand tu as la note, il est pas forcément évident de trouver la fiche et vice et versa et puis il y a des dates de notations qui ne correspondent pas et puis des notes avec des fiches très anciennes qui datent de 2001, donc on se demande comment ils font leur note... Bon alors X, ils sont moins ambitieux parce que leur univers de notation est plus restreint mais au moins ça marche mieux en terme technique et les dates de réactualisation sont bien meilleures. On avait fait une petite étude sur Y et on s'était rendu compte que les notes avaient à 40% plus de deux ans, ce qui est assez décevant quand même. Et une info qui a plus de 3 ans, qu'est ce qu'on peut bien en faire ... il me semble que X est quand même dans l'ensemble plus réaliste, plus rigoureux. » *Sabine*

### Prise de contacts directs avec les entreprises

Lors des premiers mois de mise en place des process de gestion ISR de leur société de gestion, les deux analystes ISR croisent les informations fournies par les agences d'évaluation et de notation extra-financières avec celles fournies par les analystes financiers et le gérant chargé de la gestion des fonds. Leur objectif est d'arriver à détecter les cas discordants entre l'opinion des analystes financiers et des analystes extra-financiers. Les entreprises dont les évaluations sont discordantes doivent être soumises à une évaluation extra-financière approfondie menée par leurs soins. Ils se rendent cependant vite compte que la comparaison de ces données est délicate en raison de rythme d'actualisation plus fréquent de l'analyse financière par rapport à l'analyse extra-financière. Ils font alors le choix de mettre de côté l'approche par cas discordants pour procéder une évaluation systématique de l'ensemble des entreprises en adoptant cette fois ci une logique sectorielle. Ces évaluations passent pour les deux analystes ISR par des rencontres systématisées en face à face avec les entreprises.

« En fait le truc, c'est qu'on a peu changé de cap en marchant, on a un peu laissé tombé notre histoire des cas discordants parce qu'on s'est rendu compte que très souvent, c'était facile d'expliquer pourquoi une entreprise était notée d'une manière différente par les analystes financiers et par l'agence de notation, c'était souvent un problème de temporalité. La note de l'agence était trop ancienne... Donc c'est vrai que souvent on partait des cas discordants mais on en est venu à voir toutes les entreprises d'un secteur, les unes après les autres pour nous faire notre propre idée. On avait une réelle approche sectorielle et on s'est rendu compte que pour monter en expertise sur ces questions, c'était crucial de rencontrer tous les acteurs d'un secteur... donc petit à petit on s'est mis à rencontrer tous les acteurs de chaque secteur. » *Louis*

Ces rencontres sont préparées grâce à l'examen approfondi des fiches et des notations fournies par les agences, examen souvent complété par des questions auprès des analystes

ISR. Les deux analystes ISR buy side sont alors à même de préciser et d'orienter les questions extra-financières qu'ils souhaitent poser aux entreprises.

Louis est beaucoup plus disert que Sabine sur cette dimension de leur activité. Il explique qu'au départ, ils passent un temps non négligeable à présenter leur démarche aux entreprises. Pour entrer en contact avec elles, ils utilisent au départ les canaux classiques de l'analyse financière, c'est-à-dire qu'ils se mettent en contact avec les directions responsables des relations avec les investisseurs :

**« Et la prise de contact avec les entreprises, ça s'est passé comment ?**

Et bien au départ, on n'avait pas beaucoup d'interlocuteurs spécialisés, donc on est passé par les interlocuteurs classiques des analystes financiers. En fait concrètement, on a commencé par le secteur X parce qu'on avait pas mal de matière sur la question, donc on a commencé par ce qui était le plus facile pour nous. On a donc pris des contacts en se recommandant de l'analyste financier concerné. On n'a pas eu de véritable problème pour avoir des rendez-vous, le truc c'est qu'au départ on passait tous les rendez-vous à expliquer aux gens ce que l'on faisait. » *Louis*

Après cette première phase de prise de contacts, selon lui, les deux analystes ISR changent d'interlocuteurs. Ils n'ont plus vraiment affaire aux directions investissement qui les aiguillaient sur les interlocuteurs adéquats pour répondre à leurs questions mais aux directions ressources humaines et environnement et de plus en plus aux directions du développement durable. Louis remarque qu'en moins de 5 ans, la situation a fortement progressé au sein des entreprises. Alors qu'au départ, les entreprises étaient obligées de les mettre en contact direct avec des salariés ayant des fonctions opérationnelles dans l'entreprise si elles étaient désireuses de leur fournir une réponse, la constitution de direction développement durable a considérablement changé la donne. Pour Louis, cette nouvelle situation présente à la fois des intérêts et des inconvénients.

**Et vous avez des évolutions dans le temps dans vos contacts avec les entreprises ?**

Le truc le plus frappant, c'est le changement d'interlocuteur puisque petit à petit les entreprises ont mis en place des structures spécialisées sur ces questions. Le côté positif, c'est qu'il y a un degré de formalisation plus grand, ils sont plus capables de nous fournir des réponses à nos questions. Le truc dommage, c'est que maintenant il y a un écran entre nous et les opérationnels, avant c'était beaucoup plus facile d'avoir accès à ces derniers, on pouvait parler directement au directeur de la recherche sans intermédiaires mais c'est vrai qu'en même temps on a peut-être perdu sur le qualitatif, mais aujourd'hui il y a une meilleure qualité de reporting, il y a eu du travail sur la question. *Louis*

Sabine évoque le rôle clef des brokers dans leur mise en relation sur ces questions avec les entreprises:

« Au départ les brokers ont proposé d'organiser des déjeuners en petit comité ou en one to one avec des entreprises sur le thème du développement durable, donc ça nous permet de gagner du temps, surtout que cela se passe au déjeuner et que cela nous permet de rencontrer des entreprises étrangères plus difficile à rencontrer en temps normal. » *Sabine*



Elle évoque par ailleurs de manière assez détaillée une de leur première rencontre avec une entreprise. Cette rencontre a pour objectif de déterminer si la société de gestion va décider de garder ou non l'action de l'entreprise en question dans un de ces fonds ISR. Malgré des réponses intéressantes de l'entreprise, la société de gestion décide de ne pas garder le titre de l'entreprise.

Les relations entretenues avec les entreprises par ces deux analystes ISR buy side semblent moins tendues que celles expérimentées par les analystes ISR en agences. En effet, les premiers évoquent toujours de manière positive ces échanges. Les entreprises paraissent traiter avec plus d'égard les analystes ISR buy side notamment quand ils sont employés par des sociétés de gestion faisant partie de groupes bancaire multi-activités à la puissance financière considérable. Comme nous le verrons plus en avant sur la partie traitant des représentations, c'est certes le différentiel de positionnement dans les espaces de la Finance qui peut expliquer cet écart mais peut-être aussi le partage d'un langage commun qui faciliterait les échanges.

#### Le recours à d'autres sources d'informations

Dans la partie précédente, nous avons pu constater que certaines sociétés de gestion déclaraient avoir non seulement recours à côté du travail fourni par les agences mais aussi à d'autres sources d'information. La première source d'information citée était les brokers avant la presse spécialisées, les ONG et les syndicats. Les deux analystes ISR interviewés sur cette question de la diversification des sources d'information citent également le travail des brokers. Ils évoquent aussi le recours aux syndicats et aux ONG dans cette collecte d'information approfondie qui ne doit pas être redondante avec celle des agences:

« A partir de là on va travailler sur les fiches, on va appeler les analystes si on a des questions précises, on va rencontrer les entreprises notamment grâce à l'intermédiaire des brokers, on va aussi aller voir les directions, on va aussi creuser les relations avec les organisations syndicales et puis selon les thèmes on va aller voir des ONG sur les droits de l'homme, sur l'environnement. Il s'agit d'un travail ciblé, on ne veut pas refaire le travail fait par les agences. » *Sabine*

L'utilisation concrète de la recherche extra-financière développée par les brokers est, comme dans l'analyse des résultats de l'enquête par questionnaire, difficile à qualifier. Louis explique que les services des brokers sont utiles quand il s'agit de chercher une information précise. Ils sont très disponibles et leur offrent spontanément leurs services. Louis ne va

cependant plus en avant sur le type de renseignement extra-financier qu'il pourrait avoir eu à leur demander :

**Et pour revenir sur les brokers, comment ça se passe avec eux ?**

C'est très différent des agences où parfois c'est quand même difficile d'avoir une information précise dans un temps rapide. Les brokers, ils ont une vraie culture du service, si tu les appelles pour avoir une donnée précise, ils passeront du temps et se mettront un point d'honneur à te la trouver. C'est vraiment un travail à la demande mais qui n'a pas vocation à être systématique, ils couvrent quelques thèmes, quelques thématiques particulières, c'est assez complémentaire du travail des agences.

**Mais comment ça se passe concrètement ?**

Et bien c'est souvent les vendeurs qui nous appellent et si ça nous intéresse, on peut être contacté par l'analyste. *Louis*

Sabine évoque pour sa part la recherche extra-financière que commencent à développer les analystes sell side chez les courtiers. Là aussi, il est indéniable que Sabine a une bonne connaissance de ces travaux mais aucun élément de son discours ne permet de déterminer de quelle manière cette information est intégrée pratiquement dans la construction de l'expertise extra-financière de la société de gestion :

« Nous pouvons utiliser la recherche des brokers mais là encore il y a de grosses variations. Il y a des brokers comme X qui vont produire une recherche très théorique, mathématique, macro-économique, c'est intéressant car cela peut élargir les horizons mais bon je ne me suis pas plongée là dessus. Y, même si maintenant ils ont arrêté l'activité ISR, c'était très pragmatique, très concret avec des trucs très fouillés sur le CO2, ça ressemblait assez à notre propre travail et puis ce qui était bien c'est que la personne en charge du dossier était très dynamique, donc elle a su emmener les analystes financiers avec qui elle travaillait à prendre en compte dans leur propre analyse des enjeux sociaux et environnementaux, donc d'une certaine manière, c'était plus riche que le travail que pouvait fournir une agence. Mais bon jusque là, rien n'était très écrit, peu de choses avait été mis en écrit mais maintenant cela vient, il commence à y avoir des études comme celles que peuvent faire Z et certains de leurs collègues et c'est vrai que d'une certaine manière, c'est plus proche de notre propre travail par l'aspect fouillé, très riche de ces études. » *Sabine*

Louis, alors que Sabine n'en fait que rapidement mention, fait référence à sa mise en relations avec certaines parties prenantes. Il souligne que la création du CIES<sup>257</sup> lui a permis d'entrer dans des relations plus étroites avec fédérations syndicales notamment grâce à la fréquentation de certains membres du CIES. L'adhésion au Forum pour l'investissement socialement responsable (FIR) est aussi décrite comme un moyen de se mettre en contact avec des représentants syndicaux car ils sont assez nombreux dans cette instance.

Les contacts avec les ONG sont aussi évoqués. Ils semblent aussi passer par l'adhésion aux associations professionnelles sur l'ISR et la RSE c'est-à-dire l'ORSE<sup>258</sup> et le FIR:

---

<sup>257</sup> Comité Intersyndical de l'Epargne salariale.

<sup>258</sup> Observatoire sur la Responsabilité sociale de l'entreprise.

### **Et avec les ONG, ça se passe comment ?**

Et bien grâce aux groupes de travail de l'ORSE, on a pas mal travaillé avec Amnesty International. On a aussi pu au sein du FIR avoir des contacts avec certains membres de Greenpeace, des Amis de la Terre, de Sherpa. On arrive donc grâce à ces contacts à pouvoir consulter certaines de leurs bases de données, à consulter certains de leurs rapports qui sont souvent très intéressants. Et puis là aussi, ça dépend des ONG, certaines refusent le dialogue avec les investisseurs.

Ces contacts passent ici essentiellement par la consultation de la documentation et de la recherche produites par certaines ONG qui acceptent le principe d'entrer en contact avec les acteurs de l'industrie financière que sont les sociétés de gestion.

Le travail de collecte d'information des analystes ISR dans cette société de gestion se caractérise par une tentative de croiser et d'approfondir l'information fournie par les agences. Le croisement passe par la confrontation de l'information fournie par les différentes agences mais aussi par celles fournies par les brokers, les syndicats, les ONG. L'approfondissement des données est rendue possible par une fréquentation assidue et ciblée des directions d'entreprises. Ces entretiens s'appuient sur le travail préalable de défrichage mené par les agences. Ici il est d'ailleurs intéressant de constater qu'il n'est jamais question de conflit d'intérêt entre l'activité d'évaluation qui incombent aux analystes buy side et leur fréquentation des entreprises alors que leur situation ne paraît pas fondamentalement différente de celle des analystes ISR en agences qui eux évoquent abondamment ce point.

### Construction de l'expertise extra-financière : apport des analystes ISR buy side sur l'analyse et la notation des entreprises

Dans cette société de gestion, les deux analystes ISR ne se contentent pas de collecter une information complémentaire à celle fournie par les agences. Simultanément à la mise en place du process de gestion et à la rencontre avec les entreprises, Louis et Sabine utilisent les ressources internes de leur organisation en analyse financière pour déterminer les enjeux sectoriels extra-financiers propre à chaque secteur d'activité telle qu'ils sont définis par la société de gestion. L'implication de l'équipe d'analyse financière se révèle complexe. Elle est toutefois facilitée par l'appartenance de longue date de Louis dans la société de gestion et par le soutien des niveaux hiérarchiques supérieurs :

« A cette époque, on a aussi commencé un travail de collaboration étroite avec les analystes financiers pour produire des grilles sectorielles avec les analystes sectoriels. Comme ça on pouvait se confronter avec eux pour définir les thèmes qui étaient important par secteur et ceux qui ne l'étaient pas. On a donc proposé ce modèle de travail et il a été validé par notre directeur.

### **Et la mise en place, cela s'est déroulé sans accroc ?**

En fait, le truc c'est que je connaissais très bien l'équipe d'analyste financiers, j'y étais quand même depuis longtemps. Donc le côté intuiti personae, ça a joué dans le bon sens. Dans l'ensemble ils étaient assez réceptifs même si certains n'avaient pas de conviction personnelle sur la question. Mais ils étaient pas contre travailler sur la question et en plus le responsable actions était assez convaincu, donc ça allait. Le truc je pense c'est que les analystes financiers ne voyaient pas très bien à court terme ce que cet effort de recherche allait nous apporter mais cela ne les empêchait pas d'avoir envie de découvrir le truc, d'avoir envie de savoir des choses sur ces dimensions, donc cela s'est révélé très interactif en définitive. Et puis on était sur le même plateau de travail, donc dès qu'on avait une interrogation, un contact à partager, il y avait un échange direct, très efficace. Et puis il y avait aussi les réunions du matin, on écoutait ce qu'ils racontaient tous et des fois on intervenait. Et puis en même temps avec la collaboration avec les analystes financiers, on a construit les questionnaires sectoriels en repérant les thématiques sectorielles clés en confrontant nos points de vue avec celui des analystes. » *Louis*

La définition de ces enjeux sectoriels permet aux deux analystes ISR de progressivement cibler leur questionnement quand ils rencontrent les entreprises et de créer des grilles d'analyse des enjeux sectoriels sur chaque secteur d'activité. Ces grilles d'analyse leur permettent alors de pondérer différemment les critères économiques, social et environnement selon les secteurs d'activité. Ils aboutissent alors à des notations des entreprises différentes de celles fournies par leurs fournisseurs d'information extra-financière mais aussi à des fiches de description des entreprises censées mettre en avant des enjeux plus pertinents que ceux soulignés par les agences.

Interrogée sur la valeur ajoutée de la mise en place de ces grilles de lecture par les analystes ISR buy side en comparaison de l'important travail de définition de grilles d'analyse générale et sectorielle assumées par les analystes ISR en agence, Sabine argumente de la manière suivante :

« On fait une agrégation de données. Mais quelques part à la différence de X, je dirais qu'on est pas imprégné de l'histoire des parties prenantes puisque leurs critères à eux, c'est en fait un découpage par parties prenantes ... Nous ce n'est pas notre approche, on a une grille sectorielle, où on essaie de raisonner par grande famille de risques et d'opportunités, sur les enjeux : par exemple sur la pharmacie on va essayer de voir plusieurs types de choses, l'accès aux médicaments, les aspects produits, les données sur le marketing et la distribution qui sont très spécifiques à ces secteurs, on essaie de réfléchir sur le business model du secteur qui a peut-être fait son temps qui jusque là a fonctionné sur la découverte d'un nouveau médicament, un blockbuster qui va faire fonctionner l'entreprise à son métier, on peut penser que cela ne va pas durer, en regardant un peu les pressions exercées par la société civile notamment sur l'accès de certains médicaments à certaines populations, qui à long terme pourrait être pivot pour cette industrie. Donc c'est une optique différente, on ne regarde pas forcément systématiquement toutes les parties prenantes, selon les entreprises, cela change. » *Sabine*

L'activité des deux analystes ISR buy side se distingue par une pratique d'approfondissement systématique de la recherche menée par les agences et les autres fournisseurs d'information sur les entreprises. Ils connaissent parfaitement ces informations qu'ils ont la charge de synthétiser et les affinent par la fréquentation des entreprises. La collaboration avec les analystes financiers de leur société de gestion leur permet par ailleurs

en s'appuyant sur leurs connaissances fine des secteurs de juxtaposer aux grilles d'analyses des agences leur propre support d'interprétation des données.

Toutefois, si Louis et Sabine semblent améliorer l'existant sur l'expertise extra-financière, ils ne se positionnent pas en tant que créateurs et innovateurs sur la façon de construire cette même expertise. Pourtant, ils sont intégrés au sein d'une société de gestion, ont des connaissances voire une expérience en analyse financière et côtoient quotidiennement des analystes financiers. Nous pourrions dès lors supposer comme le font Jeanne et Paul, les analystes en agence, qu'ils sont les plus à même de procéder à l'articulation de l'analyse extra-financière à l'analyse financière. Or cela ne paraît pas être le cas ici ni généralement chez les sociétés de gestion objets de l'enquête par questionnaire et de l'observation participante.

Un des motifs invoqués pour justifier cette absence de recherche sur cette voie est le manque de maturité de l'information extra-financière qui ne permettrait pas encore de procéder à ce type d'articulation:

« Le but pour nous, pour l'analyse extra-financière, cela serait d'aller vers une intégration des critères extra-financiers dans l'analyse financière, il faudrait aller plus loin dans la quantification de cet apport sur les aspects sociaux et environnementaux, il faudrait les faire entrer dans les modèles d'analyse financière. Moi je ne suis pas forcément à l'aise sur ces modèles, nous ne sommes pas allés très loin là-dessus même si mon collègue l'est plus. Mais c'est vrai que certains ont plus fait ce travail en essayant de calculer des bêtas, des primes de risques, en gros d'essayer de travailler sur des modèles financiers classiques mais c'est vrai qu'on n'en est pas encore là mais c'est aussi l'intérêt d'avoir un profil d'analyste financier. [...]

**Mais pourquoi vous n'avez pas entamé vous-même ce travail ?**

C'est vrai que jusque là, les informations n'étaient peut-être pas assez solides mais il ne faut quand même pas fermer la porte à la quantification en imaginant que les analystes financiers auraient envie de le faire un jour. Mais c'est vrai qu'à la fois du côté de l'analyse extra-financière et du côté des entreprises, il y a eu et il y a encore des progrès à faire. Pour les analystes extra-financiers, c'est encore difficile de trouver des critères chiffrés homogènes et de prouver qu'ils sont pertinents et qu'ils pourront jouer sur la santé des entreprises à l'avenir... » *Sabine*

Un des autres obstacles que l'analyse thématique permet de mettre en avant de manière transversale semble être la multiplicité des tâches assumées par les deux analystes ISR buy side qui les emmènent à mener de front plusieurs chantiers.

« C'est d'abord le travail sur le comité de pilotage, le travail de relations avec les journalistes avec la création de l'autre fonds, le travail avec le marketing pour le lancement du fond et puis répondre à l'appel d'offre du CIES, il y a aussi eu l'appel d'offre de la fondation X que l'on a gagné. C'est tout cela qui prenait le plus de temps, et puis aussi petit à petit travailler sur la formalisation du process, et du coup on avançait assez lentement puisqu'on avait 10 chantiers en même temps, on avançait lentement sur l'analyse, sur la méthodologie de gestion.... Ce n'est vraiment qu'à partir de 2002 que le process a été réellement mis en place et en 2003 on a vraiment commencé à travailler sur l'analyse sectorielle avec les analystes qui étaient le plus réceptifs. » *Sabine*

La construction de l'expertise extra-financière n'est donc qu'un chantier parmi tant d'autres. Il évolue de manière très progressive. Un de ces autres chantiers, déjà évoqué plus haut, est la construction du process de gestion. D'autres fonctions sont aussi assumées en lien notamment avec la mise en place du process de gestion. Par ailleurs, les spécificités de la société de gestion et l'évolution de son modèle organisationnel ont un impact non négligeable sur l'ensemble des tâches assumées par les deux analystes ISR.

### c) Autres fonctions assumées par les analystes ISR buy side et spécificités du modèle organisationnel

Trois grands champs d'activité peuvent être identifiés pour classer ces autres fonctions. En premier lieu, les deux analystes ISR buy side doivent assumer des tâches diverses accompagnant la mise en place de l'offre de produits financiers ISR de la société de gestion. Par ailleurs, ils sont en relation avec la clientèle des investisseurs institutionnels. Dans cette société de gestion comme dans beaucoup d'autres, ils sont aussi en charge de l'exercice du droit de vote et des aspects n'ayant plus trait cette fois ci au filtrage<sup>259</sup> mais à l'engagement<sup>260</sup> des investisseurs auprès des entreprises.

### Les fonctions annexes à la mise en place du process de gestion

La mise en place de l'offre ISR de leur société de gestion entraîne Sabine et Louis à assumer des fonctions de marketing des produits et de relations presse. Ils sont chargés de rédiger les documents de présentation des produits financiers en question et de répondre aux journalistes curieux de connaître le process de gestion mis en place ou encore désireux de recueillir leur avis d'expert sur l'ISR. Sabine remarque d'ailleurs que les fonctions de marketing auraient du être logiquement assumées par le pôle marketing de la société de gestion mais que de ce point de vue, le modèle organisationnel en place comprend des faiblesses.

Un des produits ISR commercialisé par leur société de gestion est doté d'un comité de pilotage. Les deux analystes ISR ont la charge d'animer ce comité avec le gérant du fonds. Comme ce type de structure n'existait pas auparavant, Louis et Sabine se chargent de concevoir les contenus qui vont être abordés dans ces réunions. Ceux-ci évoluent avec le temps. Les premiers temps sont un peu tâtonnants. Chacun (représentants de la société de

---

<sup>259</sup> Voir chapitre I et glossaire.

<sup>260</sup> Voir chapitre I, chapitre VI et glossaire.

gestion et membres du comité de pilotage) devant faire l'apprentissage du vocabulaire, du contenu et des enjeux propres à l'information extra-financière et à son utilisation dans un processus de gestion articulant les aspects financiers et extra-financiers. Aujourd'hui cet exercice semble plus balisé. Les analystes ISR présentent un compte rendu sur les entrées et sorties des valeurs d'entreprises dans les fonds concernés ainsi qu'un point sur l'exercice du droit de vote. Des échanges ont alors lieu sur les entreprises, les secteurs ou encore les critères.

### Les relations avec les investisseurs

Les deux analystes ISR buy side interviewés, à la différence de leurs deux confrères en agences, paraissent avoir des rapports beaucoup plus fréquents avec leurs clients c'est-à-dire les investisseurs finaux et notamment avec les investisseurs institutionnels. Ils peuvent être en contact avec eux par le biais de comité de surveillance des fonds mais aussi dans le cadre d'appels d'offre et de rendez-vous commerciaux. Détenteurs de l'expertise sur l'offre ISR de leur société de gestion, ils ont la charge de répondre à des appels d'offre formalisés. Ils participent aussi aux rendez-vous clientèles pour présenter la démarche ISR de leur société de gestion. Ces rendez-vous avec les investisseurs sont marqués par la nécessité d'avoir une démarche très pédagogique pour leur offrir une bonne appréhension de la démarche. Un grand effort argumentaire doit être fait pour convaincre des investisseurs dont la grande majorité reste sceptique face à la démarche ISR :

**« De manière générale, ça se passe comment avec les investisseurs, quand il y a des présentations de la démarche ?**

C'est sûrement le scepticisme qui qualifierait le mieux leur façon d'être... L'idée reste forte chez les gens que tout cela c'est un peu de la poudre aux yeux, que c'est plus du marketing qu'autre chose. Le but du jeu pour nous, c'est d'arriver à prouver le caractère super professionnel de la démarche... Et il faut dire que cela ne marche pas mal, souvent à la fin, on arrive à les convaincre. A la limite c'est plus facile de convaincre quelqu'un qui est super sceptique et qui ne s'attendait pas à grand-chose que quelqu'un de très convaincu qui va forcément être déçu. Par exemple, il va voir que dans le portefeuille, on retrouve certaines valeurs et il va être déçu parce que la présence de cette entreprise qu'il connaît personnellement ou dont quelqu'un lui a parlé remet en question pour lui la sincérité de la démarche.

**Et les questions qui reviennent en premier le plus souvent ?**

Le premier truc c'est qu'ils nous demandent de revenir sur les différents termes qu'ils ne maîtrisent pas très bien le plus souvent. Après il y a pas mal de questions sur le process, sur la diversité des sources, sur le profil de l'équipe interne. » *Louis*

Les deux analystes ISR doivent aussi s'adapter à des niveaux de connaissance très diversifiés sur la question. Certains investisseurs institutionnels dont les étrangers vont

directement sur le terrain de l'échange d'opinion extra-financière sur les entreprises alors que les autres découvrent à peine les multiples orientations de la démarche :

**« Et il y a des différences notables entre les investisseurs?**

J'ai l'impression que les étrangers sont un peu plus en avance, donc ils ont souvent des questions plus approfondies à poser sur les entreprises, les français, ils sont plus à la traîne même si par exemple avec le CIES, on peut aussi aller sur le terrain des entreprises... Un truc qui les intéresse beaucoup aux français, c'est la question de l'exercice du droit de vote, ils sont toujours étonnés de voir qu'on vote à l'étranger, ils veulent savoir comment on fait, comment ça se passe. Souvent ce qui les intéresse, c'est de voir comment on arrive à coupler les deux parce qu'au fond soit vous avez des pays comme le Royaume-Uni où l'activisme actionnarial a été très bien exploré et pas du tout les aspects d'analyse positive alors que dans d'autres pays comme les Pays-Bas, ils ont bien avancé sur les questions d'analyse mais ils sont un peu à la traîne sur tous les aspects d'activisme. Et nous c'est vrai que dès le départ, faire de l'ISR, l'objectif c'était de pouvoir déployer les choses sur plusieurs dimensions. » *Louis*

La clientèle des investisseurs particuliers est jugée encore plus durement en raison de son manque d'appréhension générale des contraintes de la gestion ISR :

« Bon pour la clientèle des particuliers, c'est encore plus difficile, ils sont très loin mais je pense que le comité du fonds, ça nous renseigne pas mal sur leur vision des choses. Bon en gros ils connaissent pas bien le métier de la gestion, ils sont contents quand ça fait de la performance sans se poser trop de question et exigent cette performance mais en même temps ils exigent aussi de ne pas avoir certaines entreprises dans les portefeuilles sans avoir conscience de ce que cela entraîne en terme de conséquence financière. Ne pas avoir de Total dans le portefeuille quand cette valeur représente 15% du CAC et vu la bonne santé des pétrolières sur la période et bien cela ne peut pas être neutre en terme de résultats financiers... Les sociétés de gestion comme les entreprises, elles ont des véritables contraintes et en ISR on se trouve pris dans un jeu de contraintes contradictoires entre les exigences de performance et les exigences ISR. » *Sabine*

Exercice du droit de vote et participations aux coalitions d'actionnaires

Sabine relate comment la question de l'exercice du droit de vote est devenue une prérogative des analystes ISR buy side alors cette position au départ n'était pas forcément évidente :

« Notre responsable a eu dès le départ l'ambition de couvrir le monde, il ne voulait pas être sur 50 AG mais sur 700... [...] Bon on pourrait se demander pourquoi il a pensé que c'était l'équipe d'analystes éthiques qui devaient faire ce travail, pourquoi pas les analystes financiers mais lui c'était aussi sa vision de l'éthique, une vision qui comprenait en premier lieu la question de la gouvernance d'entreprise et donc très clairement la question du vote. Pour lui cela se traduisait dans les mots par le terme de responsabilité de l'investisseur, de sa responsabilité envers les porteurs de part qui se traduisait par l'exercice du droit de vote. Cela se rattachait bien à la question de la gouvernance donc ce sont les analystes éthiques qui ont été chargés du dossier, après tout cela aurait pu être les analystes financiers mais en fait il n'étaient pas vraiment en position d'exiger quoi que ce soit d'eux vu l'état de leurs relations. » *Sabine*

Deux niveaux différents de motivations permettent de justifier l'attribution de cette responsabilité aux analystes ISR par leur responsable hiérarchique. Le premier argument est



d'ordre intellectuel. L'exercice du droit de vote, parce qu'il est lié à la question de la gouvernance d'entreprise peut être considéré comme une des prérogatives de l'analyse ISR. Le second motif est organisationnel. Ni les gérants, ni les analystes financiers déjà en place dans la société de gestion n'auraient accepté d'assumer cette tâche. Il est à souligner ici que le fait que l'exercice du droit de vote soit un des véhicules privilégiés de l'activisme actionnarial<sup>261</sup> aux Etats-Unis ne rentre pas dans l'argumentaire déployé.

Sur l'exercice du droit de vote comme sur la construction de l'offre ISR et de l'expertise extra-financière, tout est à faire<sup>262</sup>. Le périmètre dépasse le simple cadre des fonds ISR car il s'agit ici à la fois de voter pour les entreprises présentes dans l'ensemble des portefeuilles gérés par la société de gestion. Exercer ses droits de vote pour une société de gestion est avant tout une question de mise en relations de différents intermédiaires impliqués sur la chaîne faisant le lien entre les sociétés de gestion et l'entreprise. Or comme l'explique Sabine cette chaîne est longue:

« La principale difficulté, c'est la mise en place de la tuyauterie pour pouvoir voter selon les recommandations de X, c'est le plus dur après quand cela est fait c'est plus simple. La tuyauterie cela consiste en fait à ce que l'analyste ISR envoie au middle office qui font aussi les opérations sur titres ses recommandations. Ces derniers les envoient à X qui les envoie aux dépositaires et aux sous dépositaires. L'idée au départ en théorie c'est que chaque gérant de fonds avec un analyste ISR définisse la façon de voter. Mais en réalité, c'est très difficile à mettre en place et puis on s'est vite rendu compte qu'à quelques exceptions près, les gérants ils étaient plutôt d'accord avec nos propositions. Donc le système qu'on a choisi, c'est d'avertir par mail tous les gérants concernés par une recommandations de X et s'ils ne se manifestent pas on estime qu'ils sont OK. Et c'est un peu le même système qui prévaut pour nous, si on est d'accord ce qui représente 99,5% des fois, on reste passif, ce qui convient à dire que X peut voter pour en s'alignant sur leurs propres recommandations. » *Sabine*

La première étape selon Sabine est de se doter des services d'une agence spécialisée sur l'exercice du droit de vote qui fait des recommandations sur les résolutions déposées par les entreprises. Après s'être doté de ce service, il faut mettre en place les rouages au sein de la société de gestion pour être en mesure de réagir rapidement aux recommandations du fournisseur d'information.

La principale difficulté de l'exercice selon Sabine est le délai de temps imparti à l'exercice :

« Voilà bon après le côté un peu pénible dans le vote c'est que cela peut aller très vite et que même si Louis et moi on est le back up de l'autre et bien il faut aller très vite si on veut exercer activement son droit de vote et c'est vrai que le passage par les trous de la tuyauterie peut prendre pas moins de deux

---

<sup>261</sup> Voir chapitre I, chapitre VI et glossaire.

<sup>262</sup> Nous développons ici pour ne pas briser la logique de l'analyse thématique les éléments concernant l'exercice du droit de vote. Ils seront cependant repris de manière plus approfondie dans le chapitre VI qui est strictement consacré à cette question.

semaines entre nous, le middle office, le fournisseur de recommandations, le dépositaire, le sous dépositaire... en plus il faut savoir que les dépositaires sont encore à envoyer des bordereaux papier pour le vote... Donc des fois, on a très peu de temps pour se prononcer, d'une matinée à une semaine... Par exemple tu va recevoir 10 emails pour 10 AG et il faut te prononcer le plus souvent dans la semaine sur l'attitude à avoir sur tels ou tels points, même si souvent c'est assez simple de trancher, on visualise les résolutions, on consulte l'avis de notre fournisseur et puis on peut trancher souvent en accord avec leur position. » *Sabine*

Une autre des difficultés que nous avons vue souvent soulevée lors de notre observation participante est le coût de l'exercice du droit de vote. Sabine l'évoque mais cela ne semble pas vraiment avoir posé un réel problème dans son organisation :

**Souvent certaines sociétés de gestion mettent en avant la question du coût pour justifier leur retard dans l'exercice du droit de vote, vous en pensez quoi ?**

« Oui c'est vrai, cela a un prix assez élevé mais je pense que les négociations ont été très serrées, mais c'est vrai que la volumétrie peut devenir très vite très importante parce qu'il ne faut pas seulement compter en nombre d'assemblées générales mais en nombre de fonds... car non seulement tu payes pour avoir droit à lire la recommandation de ton fournisseur mais en plus tu payes chaque fois que la valeur est dans le portefeuille donc en gros tu peux voter et payer 20 fois... Donc pour fixer le budget, je crois qu'on a raisonné en terme de budget, on s'est mis des plafonds en essayant au maximum d'éviter les intermédiaires... parce qu'en fait tu ne payes pas seulement ton fournisseur de recommandations mais aussi les intermédiaires. Le fournisseur de recommandations, c'est 1/3 du budget et le reste c'est les dépositaires. Par conséquent on a travaillé avec des forfaits au sinon on ne s'en sortait pas. » *Sabine*

L'exercice du droit de vote est aussi souvent lié par les acteurs ISR des sociétés de gestion à la question du conflit d'intérêt entre les entreprises qui peuvent être les clientes des grands groupes multi-activités dont font partie en France les plus importantes sociétés de gestion d'actifs. Sabine, elle aussi, a conscience de cette difficulté mais pense que progressivement Louis et elle, avec le soutien de leurs direction, ont su en déjouer les principaux obstacles en adoptant une stratégie informelle et officieuse:

**Vous avez l'air assez libre pour procéder à ce travail alors que beaucoup de sociétés de gestion mettent en avant la question des conflits d'intérêt car elles appartiennent à des grosses structures aux activités multiples.**

« C'est vrai que nous avons quand même beaucoup de marge de manœuvre, en général, il y a une confiance dans notre choix mais c'est vrai qu'on a procédé d'une manière assez inverse par rapport à d'autres, on s'est vraiment attaché à construire d'abord la tuyauterie et c'est vrai qu'on n'a jamais écrit la politique d'exercice du droit de vote qui s'est construite petit à petit sur la pratique... » *Sabine*

L'exercice du droit de vote pour l'ensemble des fonds porte sur la question du respect des principes de gouvernance. Une proportion plus réduite, mais qui reste majoritaire, est aussi soumise à un exercice du droit de vote sur les aspects sociaux et environnementaux. Concrètement étant donné que les entreprises américaines sont quasi-seules à être le théâtre de ce type de résolutions, l'exercice du droit de vote à caractère social et environnemental concerne presque uniquement des entreprises implantées aux Etats-Unis. Pour procéder à cet

exercice, les deux analystes ISR complètent les recommandations de leur fournisseur principal par le recours à d'autres sources d'informations :

« On a fait aussi un gros travail sur la question de l'exercice du droit de vote en travaillant notamment sur le repérage des thématiques en assemblées générales aux Etats-Unis. On allait notamment sur l'ICCR<sup>263</sup>, le site des congrégations religieuses pour exploiter leurs informations. On fréquentait pas mal d'autres sites américains comme celui de CalPERS ou de Calvert et même d'Hermès. On a glané beaucoup de chose. » *Sabine*

La fréquentation et la lecture de ces différentes sources d'informations sur l'activisme actionnarial américain amènent d'ailleurs parfois Sabine et Louis à se détacher des recommandations de leur fournisseur principal, peu sensible à ces thématiques :

« On a été beaucoup influencé bien sûr par notre fournisseur de recommandations pour voter et puis après on a appris à affiner notre jugement, à bien maîtriser leur mode de justification, de compréhension, en pratiquant le vote, on s'est fait une culture du vote grâce aussi à certaines études précises de cas. Sur les résolutions sociales et environnementales, en gros c'est qu'on trouvait que notre fournisseur qui est très gouvernance, avaient des arguments un peu spécieux pour rejeter ces résolutions. Nous il nous semblait que cela pouvait aller dans l'intérêt des actionnaires de long terme et que cela ne pouvait pas vraiment mettre en danger le management des entreprises, ce qui est souvent le gros argument invoqué pour les rejeter. En gros ces résolutions, elles demandent juste à l'entreprise de réfléchir à la question posée et de faire un retour aux actionnaires. Les actionnaires minoritaires, ils ont des années de pratique, ce sont souvent des fonds de pension publics américains et ils formulent très précisément leurs résolutions pour qu'elles puissent passer. Là on se réfère plus au travail de l'ICCR, on achète chaque année leur ouvrage sur les résolutions de vote qui vont être les leurs sur l'année. » *Sabine*

L'exercice du droit de vote est donc une activité à part entière pour les analystes ISR buy side qui demandent une série de compétences et un recours à des interlocuteurs très strictement distincts de ceux sollicités pour la mise en place du process de gestion concentré, lui, sur la mise en place d'un processus de sélection des entreprises sur les critères extra-financiers.

Dans cette société de gestion, la pratique de l'exercice du droit de vote, est complétée par l'implication dans des coalitions d'actionnaires sur des thématiques extra-financières. Elle permet selon Sabine « d'exprimer avec d'autres acteurs de la gestion leur position sur un sujet précis » et partant de contribuer à « une certaine forme de conscientisation publique sur des thèmes précis ». Ces coalitions d'actionnaires sont aussi l'occasion d'échanger avec d'autres acteurs de la gestion d'actifs et d'accumuler des connaissances sur les enjeux de certains secteurs d'activité.

---

<sup>263</sup> Interfaith Center on Corporate Responsibility : centre interreligieux fondé en 1976 et toujours aujourd'hui à la pointe de l'activisme actionnarial aux Etats-Unis.

Participer à ce type de groupe nécessite du temps. Il faut savoir choisir les groupes les plus adéquats. Ces groupes sont payants. Les deux analystes ISR doivent alors choisir attentivement leurs coalitions selon leurs contraintes budgétaires :

« Le truc c'est qu'il faut faire des arbitrages entre le temps que la participation au groupe va te prendre et ce que cela va t'apporter concrètement. Et puis aussi il y a des fortes variations de prix entre les différents projets, jusqu'ici nous avons privilégié les groupes qui ne prenaient pas trop cher, où il s'agissait de financer les frais de secrétariat par forfait ou en fonction de l'actifs sous gestion mais à des prix qui n'ont rien à voir avec les abonnements aux agences de notation qui oscillent de 50.000 à 200.000 euros selon les agences et selon les négociations entreprises par les agences. Mais certaines coalitions sont très chères aussi donc on n'y va pas. » *Sabine*

Obtenir l'accord de la société de gestion pour participer à ces groupes n'est pas toujours facile. Il faut souvent remonter une chaîne hiérarchique très longue avant d'obtenir l'accord final. Pour Sabine, cela explique en partie la forte représentation des anglo-saxons dans ce type de coalitions car les sociétés de gestion y sont plus souvent indépendantes et ne parlent qu'en leur nom. En France, la situation est plus complexe puisque la plupart des grandes sociétés de gestion font partie de grands conglomérats bancaires que ce type de prise de position engage. La faiblesse de la représentation française s'explique aussi par ailleurs par l'inexistence de la tradition militante en ISR chez les offreurs français :

« Comme en France, majoritairement l'impulsion à la création de produits ISR vient du mainstream et pas forcément de forces militantes comme cela peut l'être plus souvent pour les anglo-saxons, ça emmène un traitement différent de la question, en France, on veut pas forcément aller chercher les entreprises sur ces sujets même si on pourrait dire que c'est dans l'intérêt de l'investisseur. [...]. Le truc c'est qu'au Royaume-Uni, ça fonctionne pas pareil, en fait les sociétés de gestion sont souvent indépendantes des grands conglomérats bancaires et les équipes ISR ou d'engagement ont souvent une plus grande autonomie car elles sont vraiment détachées du reste de la gestion. C'est vrai que le fait en France les sociétés de gestion fassent partie de très grands groupes bancaires n'est pas neutre et peut très clairement aboutir au conflit d'intérêt alors que les assets managers anglais, ils ne parlent souvent qu'en leur nom. » *Sabine*

L'analyse de ces deux entretiens permet de saisir l'ampleur de la tâche qui incombe à Louis et Sabine sur des fronts variés : construction du process de gestion, soutien à la bonne diffusion de l'offre ISR commercialisée par leur employeur, construction de l'expertise extra-financière interne et déploiement de la responsabilité d'actionnaire de la société de gestion.

De plus ces deux analystes ISR doivent mener à bien l'ensemble de ces missions dans un environnement dont la structuration et les orientations sont loin d'être essentiellement tournées sur la question de l'ISR. Dans les agences d'analyse et de notation extra-financières, bien que les modèles organisationnels soient souvent perfectibles selon les analystes

interrogés, analystes et directions sont tournés vers le même but : la production de produits d'évaluation extra-financière qui doivent répondre aux besoins de leurs clients. Par ailleurs, il s'agit de structures de création récente où les règles organisationnelles et les rapports de pouvoir sont encore largement en voie de stabilisation. Les analystes ISR buy side doivent, eux, en pratique s'adapter à une situation de travail et des rapports de pouvoirs déjà établis depuis un temps plus long. De plus, comme nous l'avons souligné dans le chapitre II, la gestion d'actifs en France a connu elle-même des mutations importantes à la fin des années 1990 pour se rapprocher du modèle organisationnel anglo-saxon. Des dysfonctionnements organisationnels n'ayant rien à voir avec l'ISR peuvent alors compliquer et ralentir le travail des analystes comme le met en avant Sabine :

« Non le vrai problème en fait, c'était plutôt le contexte très particulier qui régnait à l'époque, il y avait une vraie guerre de tranchée entre les analystes financiers et les gérants. Dans ma société de gestion précédente, ce n'était pas du tout comme ça, l'équipe était très soudée, les échanges entre analystes et gérants étaient plutôt informel et très convivial, au fond la structuration de la gestion était peut-être moins aboutie, la valeur ajoutée de l'analyste n'était pas vraiment formalisée, on publiait des notes mais voilà c'est un peu tout. Ici, c'était très différent, la profession était très formalisée, les analystes avaient des objectifs très précis à atteindre (target prices, performance...) Du coup cela créait une vraie compétition entre les analystes et les gérants...alors que logiquement on pourrait se dire qu'ils devraient travailler dans la main puisque l'objectif final c'est la composition la plus optimale en terme d'objectif de gestion du portefeuille. Mais non, les analystes travaillaient vraiment pour eux, pour démontrer qu'ils avaient raison et qu'ils pouvaient battre le gérant qui ne suivait pas leur avis. Donc bon l'éthique dans ce contexte, franchement c'était vraiment un autre monde d'autant plus que cela avait été imposé par un directeur de département qui avait des relations très houleuses avec les analystes financiers. » *Sabine*

Plus généralement les mouvements de restructuration et de fusion acquisition assez fréquents dans les groupes bancaires mais aussi les remaniements de direction peuvent avoir un impact non négligeable sur le travail de ces analystes ISR buy side. Ils connaissent alors comme le reste du personnel de ces sociétés de gestion des changements forts de la structure organisationnelle dans laquelle ils travaillaient jusque-là.

Les deux analystes ISR ont à assumer une grande diversité de tâches pour faire émerger les pratiques ISR de leur société de gestion et ceci dans un cadre organisationnel qui ne leur ait pas totalement acquis même si le niveau hiérarchique supérieur les soutient. Ils ont cependant l'opportunité de travailler en équipe et de pouvoir se partager le travail si nécessaire. Ils peuvent aussi se reposer sur certaines ressources internes en analyse financière qui leur facilitent en partie le travail. La réalité de travail des analystes ISR buy side qui travaillent seul, dans des structures peut-être moins acquises stratégiquement à la thématique de l'ISR et ne disposant de réelles sources en interne d'analyse financière doit être singulièrement différente. Il semble des lors que le terme générique d'analyste ISR buy side

désigne des quotidiens de travail beaucoup plus diversifiés encore que ceux expérimentés par ceux des analystes ISR en agence.

Les représentations de Sabine et Louis sur leurs fournisseurs d'informations, sur leur propre métier et sur le futur de leur profession et de leur activité en général nous permettront peut-être d'affiner cette hypothèse et d'explorer d'autres pistes.

## **B) Représentations : Quelle place pour les analystes ISR buy side ?**

### **a) Appréciation du travail et du positionnement des différents fournisseurs d'information**

Sabine et Louis possèdent une connaissance approfondie du travail mené par les agences d'analyse et de notation extra-financières. Ils sont ainsi en mesure d'émettre des opinions sur les tendances et les évolutions générales de l'analyse ISR et des comparaisons très précises sur les différents acteurs.

Louis et Sabine s'accordent pour constater une évolution de la qualité de l'information des agences. Encore très parcellaire au début de la mise en activité de ces agences :

« Le vrai problème, c'était les trous dans l'information. On avait des éléments intéressants mais c'était un vrai gruyère aussi, il y avait des pans entiers qui manquaient et dans un secteur donné, tu n'avais pas les mêmes informations disponibles pour toutes les entreprises. Il y avait beaucoup de cases vides. »  
*Louis*

Ils soulignent l'effort de standardisation de l'information qui a été réalisé notamment par leur premier fournisseur d'information extra-financière :

« Je trouve qu'il y a eu des gros progrès sur la qualité de l'information chez l'agence X, il y a beaucoup plus d'éléments qui permettent de comparer plus facilement les choses mais bon c'est aussi une question par rapport aux entreprises qui n'étaient pas forcément capables de donner l'information au départ, mais c'est vrai que souvent il n'y avait pas de mise en perspective, on nous disait un tel a mis 40 millions sur tel truc mais on pouvait pas du tout comparer... Là c'est vrai qu'il y a un meilleur traitement, une réelle standardisation de l'information, la méthode, c'est vraiment de remplir des cases très précises et cela entraîne logiquement une homogénéisation plus forte de l'information. » *Sabine*

« Je pense que la vraie différence c'est l'effort de formatage, la volonté de créer une grille avec des cases très précises avec rien qui dépasse chez l'agence X. La méthodologie, il y a vraiment cette volonté qui est là. Bon après, je trouve que c'est dur de comparer au fond avec la situation antérieure parce que le niveau d'information n'est pas le même, on peut trouver que les fiches de l'agence X sont plus complètes, offrent des informations quantitatives d'une meilleure qualité mais il ne faut pas oublier que le niveau de qualité de l'information était sensiblement différent il y a cinq ans. » *Louis*

Sabine et Louis apprécient donc tous les deux cet effort de standardisation de l'information. Or nous avons vu plus haut lors de l'analyse thématique des entretiens réalisés

avec Paul et Jeanne, que Paul, avait pour sa part une appréciation mitigée sur cet effort de standardisation de l'information. Conscient de l'intérêt général de cet effort pour l'analyse extra-financière, il exprimait une certaine frustration à devoir se plier à remplir les cases d'une grille d'analyse pré-établie dont il est quasiment impossible de dévier. Sabine et Louis en tant que clients des agences jugent de manière positive cet effort qu'ils ne leur attribuent pas uniquement cependant. L'évolution des entreprises sur cette thématique et leur capacité accrue à délivrer une information plus standardisée aux agences d'analyse et de notation extra-financières a largement facilité pour eux cette amélioration de la qualité de l'information.

Si l'accroissement de la qualité de l'information est souligné, Louis pour sa part estime qu'il existe encore des manques certains. L'univers de couverture pourrait être amélioré avec une progression de l'effort de recherche sur les petites et moyennes entreprises ainsi que sur les entreprises, les pays et les collectivités locales concernés par l'émission de papier obligataire. Toutefois, la faiblesse la plus forte qui est générale à l'ensemble des agences selon lui est la recherche de l'information auprès des parties prenantes<sup>264</sup> :

« En revanche ce qui manque beaucoup et qui manquait déjà à l'époque, c'est l'information sur les parties prenantes. [...] C'est vrai que si on avait encore les moyens, j'irai vers ce type d'agences dédiées aux parties prenantes, qui mettent en place une base de données en partenariat avec les ONG parce que les agences dont a parlé là, c'est vraiment leur point faible. » *Louis*

Les propos de Louis rejoignent ici les éléments que nous avons pu tirer de l'analyse des pratiques des analystes ISR en agences. Ces derniers ne semblent pas vraiment avoir le temps et la possibilité de croiser les informations qui sont produites par les entreprises avec celles que pourraient leur communiquer les ONG, les syndicats et les autres parties prenantes.

Concernant les grandes tendances générales, Sabine et Louis mettent tous les deux en avant le manque de moyens humains des agences qui les empêchent d'aller plus loin que la simple synthèse de l'information fournie par les entreprises selon une grille pré-établie :

« En fait si on fait l'effort de lire le rapport annuel de l'entreprise, qu'on va un peu sur son site, on se rend compte que les fiches des agences au fond, elles offrent peu d'informations complémentaires inédites. Bon après je ne leur jette pas la pierre non plus, c'est déjà pas mal ce qu'ils font mais bon il ne faut pas oublier que derrière tout cela, il y a une question de moyens. » *Louis*

---

<sup>264</sup> Voir glossaire.

Sabine met en avant des problèmes de volatilité du personnel largement décrit par les deux analystes ISR en agences interviewés. Elle mentionne aussi comme Jeanne, une des analystes ISR en agence, la problématique des profils scolaires et professionnels adéquats pour se lancer sur l'articulation de l'analyse financière et extra-financière. Pour Sabine comme pour Jeanne, les capacités en analyse financière des analystes ISR en agences ne sont pas encore convaincantes.

« On est bien conscient des problèmes de taux de rotation du personnel, du manque de perspective pour les analystes qui tentent tous de s'en aller au bout de deux, trois ans, au moment où il aurait le plus de recul, le plus de maturité, donc c'est un problème. Et puis aussi il y a le temps au fond assez court pour traiter une entreprise, 3 à 5 jours c'est pas beaucoup non plus mais franchement vu les moyens qu'ils ont, le produit est plutôt pas mal par rapport à ce qu'on leur demande, c'est-à-dire avoir de l'information sociale et environnementale et puis à la différence de Y, c'est plutôt bien je pense qu'ils se cantonnent aux données sociales et environnementales parce qu'au fond Y, ils ont la prétention d'aller sur l'économique, cette prétention de vouloir englober l'ensemble du thème et de faire un peu de la prévision, de dire quelque chose sur la performance de l'entreprise mais il ne semble pas qu'ils aient vraiment plus les moyens que les autres pour le faire, ils ont pas vraiment des profils financiers en interne qui semblent leur permettre. » *Sabine*

Pour Louis, ce qui différencie profondément les agences l'une de l'autre est à la fois l'appartenance culturelle des individus qui la composent et la méthodologie adoptée. D'ailleurs pour Louis, les choix méthodologiques mêmes des agences doivent être reliées à leur appartenance culturelle d'origine :

« En fait, ils ne donnent pas la même attention aux mêmes choses, ils n'ont pas forcément les mêmes critères, le même terreau de connaissance. Et puis il y a aussi un effet culturel fort, ce n'est pas pareil d'être un analyste américain de Y que d'être un analyste français chez X. Par exemple, un analyste de Y, il va s'enthousiasmer pour un plan de restructuration d'une entreprise allemande qu'il va trouver très admirable par rapport à ce qui se passe dans son pays mais en fait c'est juste dans la réglementation... Il y a un biais culturel certain qui passe notamment par le manque de connaissance de la réglementation des autres pays. [...]

**Et justement c'est quoi pour toi les spécificités de leur regard ?**

Chez X, et je pense que là on est en plein le biais culturel, l'expertise passe par la référence au référentiels, à l'idée de normes. Chez Y, à la limite peu importe qu'une entreprise déclare mettre en place une police sur un point précis, ils sont très centrés sur les résultats concrets. Z, c'est très particulier, ils se rangent à côté de la notation crédit, c'est leur grande source d'inspiration, ils font de la notation du risque : le risque législatif, le risque d'image, le risque de procès... » *Louis*

Louis cependant n'émet pas un jugement négatif sur cette grande diversité des regards. Allant à contresens de l'exigence de la standardisation des données entre agences que nous avons évoquée lors de la présentation générale des agences de notation, il est très positif sur cette diversité et au contraire très sceptique face à la volonté d'homogénéisation totale de cette information. De son point de vue d'analyste ISR buy side, celle-ci n'a pas de sens. Son



travail consistant en partie à agréger et de synthétiser les différentes sources d'information, la volonté hégémonique de certaines agences est vécue comme une voie peu engageante :

« Je ne vois pas très bien pourquoi les agences se font la guerre à ce point, ils feraient mieux de s'entendre et avoir un discours commun sur le caractère complémentaire de leur méthodologie... Est-ce que c'est vraiment un but du jeu intéressant de n'avoir qu'une agence qui serait le seul fournisseur attitré de tous ?

**Il y a peut-être selon ce que l'on peut entendre une question de survie économique qui les amène à avoir ce type de comportement?**

Oui c'est vrai mais en même temps, il me semble que la nécessité de la diversité de l'information est aujourd'hui une chose bien acquise, une société de gestion qui aujourd'hui n'aurait qu'une source d'information, franchement ça aurait quel sens. Au fond à quoi cela sert d'avoir un analyste extra-financier en interne s'il ne peut pas travailler sur des sources différenciées ? » *Louis*

Louis exprime par ailleurs une certaine inquiétude par rapport à l'activité de notation sollicitée auprès des entreprises qui pourraient amener les agences à se détacher du service aux investisseurs :

« Le truc qui me semble préoccupant, c'est le développement dans nombreuses de ces structures d'une notation sollicitée qui à priori aujourd'hui apporte plus d'argent. Or le développement dans une même structure de deux métiers très différents dont l'un permet de réaliser le plus gros chiffre d'affaire, c'est toujours préoccupant. Il faut être logique, du point de vue de l'entrepreneur, si une activité est déficitaire, il faut l'arrêter, si le service aux entreprises qu'ils prennent une forme ou une autre est plus rémunérateur, on ne voit pas très bien pourquoi cela ne se finirait pas comme ça. Pour X, j'ai toujours l'impression au fond que le souhait de la direction c'était de s'orienter vers cela. Quand on voit Z qui se fait racheter par des gens du monde de l'audit ; on ne voit pas très bien pourquoi ça ne finirait pas comme ça. C'est vrai que l'avenir de la notation déclarative si elle ne trouve pas son modèle économique, c'est un peu compliqué mais en tout cas ce qui est à parier, c'est qu'on est encore loin du modèle définitif. » *Louis*

Si Louis met en avant le caractère incertain de l'évolution future des agences comme ont pu aussi le faire les deux analystes en agences Jeanne et Paul, il a une tendance plus forte à envisager une issue positive. Selon lui ces structures ne peuvent pas disparaître car elles sont utiles à la communauté des investisseurs mais il faut accepter l'idée que les choses évoluent progressivement. Louis fait alors un parallèle avec l'activité de l'analyse et de la notation financière crédit.

« Si on fait le parallèle avec l'analyse crédit, et bien au départ, il y avait des agences de notation crédit qui se sont structurées, pendant longtemps il n'avait que ça, puis les sociétés de gestion se sont rendues compte qu'il y avait un intérêt à avoir ses propres analystes crédits pour porter un regard critique sur les notes des agences de notation crédit et puis aussi d'être plus réactif, alors là les brokers ont développé leur propre capacité parce qu'ils se sont rendu compte qu'il y avait une vraie demande. On pourrait faire le parallèle avec l'analyse extra-financière, les agences de notation se sont créées, les sociétés de gestion ont utilisé ce service, puis elles se sont dit pour certaines qu'ils seraient nécessaire d'avoir une expertise en interne avec des analystes buy side, puis les brokers se rendant compte pour certains de la demande sur ce créneau vont créer des analystes sell side dans leur propre structure. On retrouve en fait exactement la même logique. » *Louis*

Dans le scénario comparatif proposé par Louis, la logique argumentaire consiste à assimiler trait par trait les acteurs présents dans le champ de l'analyse et de la notation financière crédit et ceux de l'analyse extra-financière.

Les premières structures à s'être emparées de la notation crédit sont des agences indépendantes de notation auxquelles les agences d'analyse et de notation extra-financières peuvent être rapprochées selon lui.

Progressivement, les sociétés de gestion s'intéressent à la notation crédit et mettent en place des analystes en interne chargés de récolter les diverses sources d'information et de produire l'opinion interne des sociétés de gestion sur la notation financière crédit. Le même mouvement se produit selon Louis dans l'ISR où les sociétés de gestion commencent massivement à se doter des compétences internes sur la question.

Les courtiers commencent à se rendre compte que la recherche et l'expertise sur la notation crédit représentent une demande constituée des investisseurs. Ils se positionnent dans ce sens et embauchent des analystes sell side spécialisés sur la notation crédit pour répondre à ce besoin. Le même mouvement se profile depuis peu dans le champ de l'ISR.

Finalement dans l'analyse et la notation financière, tous les acteurs (agence de notation, analystes buy side en société de gestion, analystes sell side) ont pris place et personne n'a été contraint de disparaître. C'est sur cet argument que repose la croyance de Louis en la résistance à venir des agences. Cette comparaison systématique de l'activité des agences de notation crédit et de celle des agences d'analyse et de notation extra-financière s'est fortement diffusée dans le champ de l'ISR. Nous verrons cependant dans la troisième partie de ce chapitre que cette comparaison est plus complexe que ce que pourrait le laisser supposer les propos de Louis.

La position de Sabine est beaucoup moins angélique que celle de Louis sur cette question de l'équilibre des forces en présence sur l'analyse et la notation extra-financières. Alors que Louis fait le pari de la complémentarité des sources, Sabine émet l'idée qu'à l'avenir une véritable compétition va s'ouvrir entre les brokers et les agences :

**Mais vous pensez que les brokers sont en compétition ou plutôt en complémentarité avec les agences d'analyse et de notation extra-financières?**

« Pour moi c'est de la compétition clairement mais ça dépendra aussi des moyens que chacun mettra en œuvre. Pour le moment les gérants ne sont pas très performants sur les critères sociaux et environnementaux car on n'a pas assez de recul économique mais les brokers ils sauront aller à l'essentiel, ils connaissent les entreprises, ils ont une bonne connaissance des forces et des faiblesses de ces dernières, donc moi j'avoue que cela me semble plus simple que ces structures se dotent de compétence sur le social et sur l'environnement que le contraire, les agences sont à priori moins bien dotées pour conquérir les compétences financières des brokers même si aujourd'hui elles ont une claire longueur d'avance sur le social et l'environnement. Donc bon cela reste libre... Après c'est vrai qu'il y

a des signes contradictoires qui ne permettent pas de se prononcer, certains arrêtent l'activité mais d'autres initiatives que l'EAI sont très prometteuse, si vraiment 5% des commissions sont versées en raison de la présence d'une recherche ISR, cela peut être très incitateur pour les brokers par rapport à la situation actuelle. Si on passe de moins de 1% des actifs à 5%... » *Sabine*

Les propos de Sabine illustrent ici clairement la tendance plus générale mise en avant précédemment sur la valeur ajoutée des différents fournisseurs d'information extra-financière du point de vue des sociétés de gestion. Les brokers, en plus des avantages en terme de coût, pourraient s'ils se positionnent sur les questions sociales et sur l'environnement devenir des acteurs bien plus utiles aux sociétés de gestion que ne le sont les agences d'analyse et de notation extra-financières. Ils pourraient notamment pallier aux manques internes des sociétés de gestion sur l'articulation de l'analyse extra-financière à l'analyse financière.

Les brokers par ailleurs sont identifiés pour les deux analystes buy side interrogés comme des acteurs plus proches de leurs besoins, de leur philosophie générale que ne le sont les agences :

« Le truc bien avec les courtiers, c'est qu'ils connaissent aussi très bien cette contrainte client. Les agences de notation, elles sont un peu moins au fait de cette contrainte clients, des investisseurs directs puisque leur principal interlocuteur c'est les sociétés de gestion.

**Et pour revenir sur les brokers, comment ça se passe avec eux ?**

C'est très différent des agences où parfois c'est quand même difficile d'avoir une information précise dans un temps rapide. Les brokers, ils ont une vraie culture du service, si tu les appelles pour avoir une donnée précise, ils passeront du temps et se mettront un point d'honneur à te la trouver. » *Louis*

Qu'il s'agisse de parier sur la complémentarité ou la compétition entre ces deux acteurs, les deux analystes ISR s'accordent sur l'idée que le marché de la fourniture de l'information extra-financière pour les investisseurs sera sûrement aux mains de ces deux protagonistes. Cependant Sabine et Louis restent prudents sur leurs prévisions et notamment sur le type d'acteurs qui pourraient potentiellement prendre la tête des agences. L'implication du monde de l'audit aura certainement, selon eux, des répercussions sur l'activité par la volonté stratégique de ses acteurs d'orienter le modèle économique des agences vers le service aux entreprises. Par ailleurs, pour Sabine même si l'implication des acteurs de la notation financière semble s'être réduite avec le retrait de Fimalac de l'actionnariat de Core Ratings UK, l'avenir du marché de l'information extra-financière reste marquée par l'incertitude:

**Et vous voyez d'autres acteurs qui pourraient entrer en jeu ?**

« Il y a les certificateurs puisqu'ils ont racheté Core Ratings par exemple mais leur motivation n'est pas très claire. A priori, ils voudraient faire pression sur les entreprises par l'analyse extra-financière pour augmenter les procédures de certification sociale et environnementale, donc en gros cela serait

pour augmenter le volume de leurs propres business. Bon après il y a tous les consultants qui se greffent sur le marché pour gagner un peu d'argent. Après l'expérience de Fitch, l'agence de notation crédit, on ne peut pas dire que cela a été un réel succès, bon après il y a Standards and Poors qui a développé une notation gouvernance mais bon en gros aujourd'hui on ne peut pas vraiment déterminer qui va décider. » *Sabine*

Le seul acteur véritablement stable dans cet univers de la production de l'information extra-financière semble être pour les analystes ISR buy side les entreprises. A la différence de Paul et de Jeanne qui témoignaient du caractère pas toujours agréable de leurs relations avec les entreprises, ils n'émettent aucune remarque de ce genre dans leur propre récit. Ces relations avec les entreprises semblent se dérouler de façon cordiale. Sabine remarque juste que la qualité de l'information extra-financière fournie par les entreprises est loin encore d'être satisfaisante comme le remarquait aussi Jeanne :

« Bon et puis après les entreprises c'est pareil quand tu dépasses tout le blabla qui est important aussi sur le respect des parties prenantes, les bonnes relations syndicales et que tu commences à demander des chiffres à l'appui de ces belles déclarations, et bien il n'y a pas grand-chose, souvent il n'y a pas de mesure de l'efficacité réelle d'une politique donnée de formation, on ne trouve pas d'indicateurs internes sur ces sujets qui démontrent au fond la moindre importance pour les entreprises de ces thèmes. » *Sabine*

Elle rattrape plus loin la sévérité de ce jugement en revenant sur l'effort général de standardisation de l'information extra-financière consenti progressivement par des entreprises qui sont prises entre une série de contraintes parfois contradictoires :

**Tu as l'impression que la standardisation de l'information extra-financière, ce n'est pas pour demain en quelque sorte ?**

« Non ce n'est pas ça, il y a quand même la GRI<sup>265</sup>, les agences qui mettent la pression pour obtenir de l'information, même si cela ne représente pas une énorme force de pression en regard des encours ISR, ils sont bien obligés de répondre et donc de rentrer dans ce moule là mais pour les entreprises, ce n'est pas toujours évident même si elles prennent pour certaines très au sérieux les risques et la pression de la société civile. Le truc c'est que les entreprises sont vraiment enserrées dans un réseau de contraintes très fortes entre les contraintes concurrentielles, les actionnaires qui veulent 15% de retour sur investissement, les salariés qui veulent être augmentés tous les ans quel que soit la performance de l'entreprise sur l'année et puis à cela s'ajoute les frais pour se mettre en conformité avec certaines normes ou certaines législations comme la loi Sarbanes-Oxley .... Elles ont souvent donc le nez dans le guidon et n'ont pas forcément le temps de se consacrer pleinement à ces questions mais malgré cela on ne peut pas nier que l'on assiste à un véritable mouvement de standardisation de cette information. » *Sabine*

Après avoir analysé précisément les représentations des analystes ISR buy side sur leurs diverses sources d'information, il est temps de se pencher sur l'appréciation que porte

---

<sup>265</sup> Global Reporting Initiative : initiative de standardisation des pratiques de reporting des entreprises pilotée par une coalition de parties prenantes (CERES, PNUE).

les deux enquêtés sur leur activité comparativement à celle des analystes en agences et celle des analystes financiers pour saisir encore plus finement les contours de ce métier.

b) Analyse ISR buy side : un entre deux indéterminé

Appréciation générale du métier exercé: bilan plutôt positif contre bilan négatif

Dans les entretiens menés avec Paul et Jeanne, les appréciations négatives sur le métier mené avaient tendance à prendre le pas sur les impressions positives. Avec Louis et Sabine, le constat est beaucoup plus contrasté. Louis même s'il souligne des aspects négatifs se positionne sur une représentation positive de ce nouveau métier qu'il a embrassé de manière volontaire après avoir exercé celui d'analyste financier. En revanche Sabine exprime un sentiment de déception par rapport à son activité. Ce différentiel paraît intrinsèquement lié à leurs expériences professionnelles antérieures et aux motivations personnelles qui les ont entraîné à vouloir devenir analyste ISR pour une société de gestion.

Louis a exercé la profession d'analyste financier pendant des années avant de devenir analyste ISR. Il a choisi cette nouvelle voie en raison d'une certaine lassitude et certaines interrogations sur l'activité qu'il menait alors :

« Cela faisait plus de dix ans que j'exerçais ce métier et je pensais en avoir fait le tour, pour moi il perdait de son intérêt, j'avais l'impression qu'on était en train de devenir des courroies de transmission des directions, qu'on manquait des trucs sur l'entreprise [...] Et puis pour moi cela rejoignait une conviction personnelle que les analystes financiers évaluaient parfois à la légère des éléments qu'ils étaient censés évaluer comme le gouvernement d'entreprise. Je trouvais qu'ils n'avaient pas forcément les outils pour mesurer la qualité du management. » *Louis*

Un des éléments positifs pour Louis est alors comme chez Jeanne et Paul de se trouver sur un sujet nouveau où tout reste à construire et à définir. C'est un vrai défi intellectuel pour lui de participer à la structuration d'un champ d'expertise comme cela avait pu être stimulant pour les analystes financiers dans les années quatre-vingt de poser les grands jalons de l'analyse financière :

« Alors le grand intérêt de la profession, c'est de travailler sur un sujet porteur, un sujet neuf, de se poser des questions sur des aspects jusque là non explorés. Un des vrais plus sur l'analyse extra-financière, au fond, je crois que c'est [...] le fait de créer quelque chose de rien, de participer à la création d'une expertise sur l'ISR. En analyse financière, les choses étaient déjà très construites quand j'ai commencé à travailler, les grandes orientations ont été prises pendant les années 80 avec la création du second marché, des équipes d'analystes financiers chez les courtiers et les sociétés de gestion. » *Louis*

Le deuxième aspect le plus stimulant comparativement à l'exercice du métier d'analyste financier pour Louis est la possibilité d'entrer en contact avec des acteurs issus d'univers très différents :

« Et puis le truc peut-être le plus important, c'est de pouvoir grâce à ce métier, être en contact avec d'autres parties prenantes à la fois dans l'entreprise et hors de l'entreprise. Sans ce métier, je n'aurais certainement pas des contacts pareils avec les syndicats, vu en plus la certaine méfiance qui peut régner dans les entreprises à leur sujet. L'analyse financière, ça a aussi un côté gratifiant, grisant car tu rencontres les grands de monde, les grands patrons des plus grandes entreprises mais là le truc en plus, c'est que tu vas entrer en contact avec des gens que tu n'aurais pas rencontrer autrement, des syndicalistes, des militants d'ONG. Un des vraies plus sur l'analyse extra-financière, au fond, je crois que c'est la diversité que l'on peut avoir dans les contacts. » *Louis*

Le troisième aspect positif évoqué plus timidement par Louis est la possibilité de mettre en pratique certaines convictions citoyennes.

Sabine, quant à elle, se positionne strictement sur ce troisième aspect. Si elle a choisi de devenir analyste ISR au lieu de continuer sa carrière dans la gestion d'actifs, c'est pour mettre en accord ses convictions personnelles et son activité professionnelle et participer ainsi à sa manière à l'évolution positive du comportement des entreprises. Ici Sabine se rattache explicitement à la vision américaine de l'ISR aujourd'hui peu partagée sur le continent européen :

« Moi ce qui me motive dans ce métier, c'est vraiment l'aspect plus développé par les américains, c'est-à-dire de changer le monde, moi ce qui me plaît c'est l'aspect de lobbying indirect et d'essayer de défendre une vision cohérente et pas complètement contradictoire de l'épargne. En effet à quoi cela sert d'avoir une retraite dorée si cela signifie vivre dans un ghetto dorée dont je ne pourrais pas sortir car l'environnement social et naturel sera hostile. J'essaie de ne pas être en contradiction mais j'ai l'impression que ceux qui m'entourent ne sont pas dans ce cas, je ne sais pas s'ils ont trop la tête dans le guidon où s'ils n'ont pas pris conscience que les choses peuvent rapidement empirer... Ca dépend aussi peut-être de sa vision du monde, si on a une vision très pessimiste, cela amène à vouloir agir peut-être pour influencer le futur. » *Sabine*

Ce qui la motive est aussi ce qui finalement la déçoit dans son activité. Elle a notamment l'impression que le travail de sélection des entreprises selon des critères extra-financiers n'a pas d'impact réel sur le comportement des entreprises car les choix de gestion qui sont faits sont trop timorés en terme de respect des standards extra-financiers que devrait adopter ces dernières. Seul l'exercice du droit de vote lui paraît une voie plus directe et non contradictoire de participer à cet effort de pression sur les entreprises :

« Ce qui me dé motive aujourd'hui dans le métier c'est le manque de concrétisation, de matérialisation des choses notamment sur la partie gestion, heureusement qu'il y a la partie vote, sinon je ne sais pas. J'ai l'impression qu'on est dans le pur discours. » *Sabine*

Sabine est consciente du caractère très militant de son discours. Celui-ci est encore plus engagé que celui de l'analyste ISR en agence, Paul, qui se considérait comme « un poil à gratter » pour les entreprises. Alors que Sabine est du côté des investisseurs, c'est-à-dire de ceux qui pour Paul ont comme principale préoccupation est de faire de l'argent, elle se positionne de manière encore plus radicale. Selon elle, ce militantisme se justifie par la gravité des problèmes que les membres de la communauté ISR arrivent à prendre à bras le corps parfois avec succès:

« Et puis aussi ce n'est pas du militantisme pour du militantisme, c'est une question de risques et quand même j'ai l'impression que petit à petit certains risques qui n'étaient pas pris en compte rentrent comme on le voit pour la banque américaine X qui ne le fait pas pour rien, ils ne se mettent pas à faire ça par altruisme, ils le font car ils décèlent un risque et puis aussi je trouve que le cas du pétrole est assez parlant alors qu'avant tout le monde s'en foutait, aujourd'hui on a de plus en plus conscience de l'impasse énergétique que représente le pétrole. » *Sabine*

Louis sur ce point des aspects négatifs de l'activité est beaucoup plus modéré. Comme Jeanne, une des analystes ISR en agence, il souligne la forte masse de travail et le fort engagement nécessaire à la mise en place de cette activité. Or il lui semble que ni son travail ni son engagement ainsi que ceux de l'ensemble des acteurs de la place financière ISR française ne soient récompensés notamment en raison d'un manque de cohésion collective:

« Là je dirais que le plus dur à vivre, ce sont les facteurs d'inertie, le fait que tout aille très lentement. Les gens sont durs à convaincre à l'intérieur comme à l'extérieur. Des fois on l'impression de faire deux pas en avant et puis après deux pas en arrière. Et puis il y a une grosse charge de travail, un gros engagement pour mettre tout cela en place et souvent avec l'impression que cela manque de structuration et qu'en même temps au fond cela reste toujours un peu n'importe quoi. C'est rageant de voir qu'au bout de 4 ans, nous n'avons pas réussi à aboutir à un discours de place clair sur la question. C'est souvent assez contre producteur. Tout le monde y va de sa petite remarque, de son petit commentaire pour se différencier mais cela reste assez contre-productif dans l'ensemble. Alors même si chez certains, il y vraiment une grande efficacité en terme individuel mais on ne peut pas vraiment dire que la mayonnaise collective prennes. » *Louis*

Louis déplore par ailleurs le manque de moyens chroniques que les sociétés de gestion continuent de faire subir aux équipes chargées de développer leur offre ISR et de construire leur expertise financière en interne :

« Il y a aussi le manque de moyens alloués qui peut être usant à la longue, autant au départ cela peut permettre une grande créativité et inventivité, autant quand ce manque de moyens devient chronique, on ne peut pas s'empêcher d'y voir un manque de volonté des directions. » *Louis*

Louis et Sabine se rejoignent finalement sur une appréciation assez sévère de l'authenticité et de l'efficacité de l'effort consenti par leur société de gestion pour donner les moyens aux analystes ISR de participer à l'émergence d'une démarche ISR de qualité. La

confrontation de leur activité à celle des analystes ISR en agences et de celles des analystes financiers va nous permettre d'enrichir encore le panel des représentations que les deux analystes ISR buy side portent sur leur métier.

### Analyste ISR buy side versus analyste ISR en agence : La figure de l'expert en question

Nous avons ici demandé aux deux analystes ISR interrogés de définir les points de différenciation et les points de rapprochements entre leur fonction et celle exercé par les analystes ISR en agence.

Selon Sabine le point commun entre les deux métiers est le travail d'analyse et de notation effectué sur les entreprises. La comparaison s'arrête là. Alors que les analystes ISR sont contraints de suivre à la lettre une méthodologie d'analyse établie par leur structure d'appartenance, les analystes ISR en interne sont beaucoup plus libres dans leur façon de construire leur jugement sur les entreprises. Par ailleurs, leur objectif final n'est pas le même. Les analystes ISR en agence ont pour fonction de produire l'analyse et la notation la plus juste selon un canevas de principes établis, alors que les analystes ISR buy side ont pour mission de faire de gagner de l'argent aux investisseurs en étant le plus proche de l'activité réelle des entreprises:

#### **Et si tu devais qualifier les différences entre le métier de l'analyse extra financière buy side et de l'analyse en agence, tu dirais quoi ?**

« Bon ce qui nous réunit je pense, c'est le lien avec les entreprises, le rapport avec les entreprises. Après pour ce qui change pour les agences, je dirais que c'est plus bien sûr en caricaturant un peu, un métier où il faut remplir des cases en raison de la standardisation de l'information, même si à la marge il y a une réflexion sur l'activation, désactivation, il s'agit de renseigner des critères en fonction de référentiels dans les grandes normes internationales. Chez Y, ils essaient de coller plus aux réalités économiques mais en même temps ils ne sont pas non plus issus de ce monde là. Nous on est des investisseurs, on n'est pas là pour donner des notes, on est là pour investir, pour gagner de l'argent pour des clients du coup, pour nous c'est impossible de s'enfermer dans des cases, on doit avoir l'esprit critique, indépendant, détaché qui essaie de coller à la réalité de l'entreprise, c'est ça notre travail. »  
*Sabine*

Chez Louis, la figure de l'expert émerge de manière encore plus forte comme facteur différenciant le travail d'analyste ISR en agence et dans les sociétés de gestion. Comme Paul, il souligne fortement que les analystes ISR en agences sont soumis à une méthodologie alors que les analystes ISR des sociétés de gestion ont la possibilité d'intégrer ces différentes approches pour construire leur expertise extra-financière sur les entreprises. Louis précise que cet état de fait a peu à voir avec les mérites personnels des individus exerçant ces deux



fonctions mais avec les choix stratégiques et organisationnels des différentes structures concernées. Alors que les agences d'analyse et de notation extra-financières s'appuient sur leur méthodologie pour vendre leurs produits de screening et de ranking aux sociétés de gestions et autres investisseurs institutionnels, les sociétés de gestion, elles, pour attirer les clientèles institutionnelles, mettent généralement en avant les qualités d'experts de leurs analystes :

« Le truc des agences, c'est que leur objectif premier ce n'est pas de former des experts mais d'avoir une méthodologie efficace et reconnue. Par définition pour eux, il faut que les gens soient complètement interchangeables... Ils te vendent une méthodologie, ils ne te vendent jamais leurs analystes et l'expertise de ces derniers, ce qui le prouve bien, c'est qu'ils ne les emmènent jamais, si tu veux les voir, il faut le demander. Une société de gestion ce qu'elle va vendre à ses clients, c'est bien son analyste, son expertise, son profil, son passé. La société de gestion, elle est censée vendre l'expertise des gens qui mettent en place son process. Les agences, elles vendent une méthode, une base de données ce qui est assez contraire au principe de l'expertise puisque par définition, l'expert, tu ne peux le mettre dans une case. » *Sabine*

La figure de l'expert est récurrente ici. Cette présence entre en écho avec les propos de l'analyste ISR en agence Paul et les éléments d'analyse fournis par l'enquête sociologique menée sur l'agence ARESE. Si les analystes ISR en agence ont joui à la fin de la période d'activité de la première agence française du statut d'expert de l'analyse extra-financière, il semble que ce temps soit bien révolu à la fois dans l'opinion des analystes ISR employés dans les agences comme ceux travaillant pour les sociétés de gestion. Pour Louis, alors que Paul se pose encore la question, l'objectif des agences d'analyse et de notation n'est pas de former des experts. Il rejoint cependant Paul dans la suite de son discours. Paul émet pour sa part une frustration face à cet état de fait qui explique selon lui le fort taux de rotation du personnel connu par son agence. Louis décortique ce sentiment de frustration qui entraîne structurellement les analystes ISR des agences à ne pas avoir de perspective de carrière :

« Là quand la méthodologie passe avant, que le principal, c'est de remplir les cases, évidemment ça crée une sorte frustration car même s'ils commencent à avoir des intuitions sur les boîtes, il n'y a pas de place pour cette dimension, ils ne peuvent pas l'exprimer au sein de leur travail. Travailler en agences, c'est bien pour les juniors, pour apprendre les bases, pour commencer à avoir un savoir-faire mais après c'est vrai que ça coince. Les agences, elles n'ont pas de vraies perspectives de carrière à offrir, bon on peut devenir chef de pôle mais après il n'y a pas de perspective. Dans une société de gestion, tu as plus de perspective parce que tu es dans une filiale d'un grand groupe bancaire, donc en théorie, il y a toujours des voies de reconversion possible et d'ascension. Même si cela ne se passe jamais, c'est important d'avoir ça en tête, ça permet de rester optimiste alors que c'est vrai en agence, tu as beaucoup moins de perspective donc ça doit jouer sur tes espoirs. » *Louis*

La situation de l'analyste ISR buy side est donc dans l'opinion de Louis une situation plus valorisante puisque celui jouit du statut d'expert et est employé dans un type d'organisation où il est plus aisé d'envisager sa reconversion future.

Pour Louis, à côté de ce statut d'expert de l'analyse extra-financière, ce qui devrait théoriquement différencier les analystes ISR buy side de leurs homologues en agences est leur connaissance de l'analyse financière et du monde de la Finance :

**Et alors c'est quoi la valeur ajoutée de l'analyste ISR buy side ?**

« Et bien il doit avoir quand même une expertise financière, une capacité à avoir une vue prospective, une connaissance des marchés financiers... Et en même temps, d'avoir accès à plusieurs source d'expertise extra-financière, à des données brutes, à des données plus élaborées. » *Louis*

Il souligne toutefois que c'est loin d'être le cas. De nombreuses sociétés de gestion selon lui ont fait le choix d'embaucher des individus n'ayant pas d'expérience en analyse financière ou trop jeunes pour avoir pu mettre en pratique leur expérience scolaire. Les sociétés de gestion sont mues ici par des considérations de coût et d'investissement. Il est moins onéreux d'embaucher ce type de profil que de procéder à la reconversion d'analystes financiers sur l'analyse extra-financière qui exigeront d'être payés selon les standards propres à l'industrie de la finance. Cette affirmation se vérifie dans les résultats de l'enquête par questionnaire et l'observation participante. Or pour Louis, ce choix fait par les sociétés de gestion à un impact considérable sur la façon dont l'analyse extra-financière en interne des sociétés de gestion peut se déployer :

« Non le vrai problème et là il ne faut pas se voiler la face, on se trouve ici clairement face à un problème de coût, un analyste financier, ça coûte cher, c'est payé en fonction des standards de la finance, donc c'est cher... Cela d'ailleurs explique bien à mon sens que la plupart des sociétés de gestion qui ont développé ce type d'expertise ont embauché des gens en externe qui ne viennent pas de l'analyse financière où à la limite des gens sortant juste de l'école et n'ayant pas vraiment pratiqué. Elles n'ont pas vraiment fait le choix de la mobilité interne et cela a de fortes conséquences puisque cela contribue à cloisonner les choses à séparer l'analyse extra-financière du reste. Et puis on ne peut s'empêcher de penser que si la société de gestion rechigne à mettre le prix, c'est qu'au fond, elle n'y croit pas vraiment, qu'elle y va à reculons. C'est vrai que chez nous, il y avait une vraie conviction et cela a permis de se trouver dans une situation plutôt confortable vu que certaines choses n'étaient pas à conquérir. Quelqu'un qui arrive de l'extérieur pour monter ce type de structure, il ne doit pas seulement défendre la légitimité du projet mais aussi sa propre légitimité personnelle, ses compétences propres. Quand on embauche quelqu'un en mobilité interne, normalement cette dernière partie est censée être acquise, ça permet d'aller plus vite... Bon c'est vrai que c'est une tendance générale chez les entreprises d'aller chercher à l'extérieur quand elle pourrait aller chercher en interne. Mais autant c'est compréhensible quand il s'agit d'un métier très précis, défini et construit et qui nécessite des compétences très particulières mais quand il s'agit d'un métier à construire, d'un métier à bâtir, pourquoi ne pas se tourner vers ses propres compétences pour inventer ce modèle... le cœur de la question, c'est peut-être l'aspect créatif, d'essayer de voir comment on peut travailler ensemble pour créer un truc valable. Mais bon tout ça c'est un peu dans l'idéal, le raisonnement idéal que devrait se tenir les sociétés de gestion mais il ne faut jamais oublier la question des coûts car c'est là que les explications les plus proches de la réalité sont souvent à trouver. C'est vrai que chez nous, ils avaient

trouvé une façon différente de minimiser le risque et cela fait d'eux des exceptions. Au lieu de minimiser le risque par les coûts, ils l'ont minimisé par la possibilité du transfert à d'autres activités. Ce qui était clair dès le départ si cela ne marchait pas, c'est que nous retournerions à l'analyse financière classique et au fond c'est une manière peut-être plus astucieuse de gérer le risque. » *Louis*

Nous retrouvons dans l'extrait de ce discours un des reproches majeurs de Louis aux sociétés de gestion, c'est-à-dire de ne pas se donner les moyens réels d'atteindre les objectifs affichés. La figure modèle de l'analyse ISR buy side expert de l'analyse financière et extra-financière se nuance quelque peu en raison de ces obstacles organisationnels évoqués.

Louis dans la suite de son argumentaire prend alors a priori une position d'observateur des rapports entretenus généralement pas les analystes ISR en agence et les analystes financiers. Il est assez difficile de saisir son positionnement. Il semble toutefois ici qu'il ait tendance à reprendre sa casquette d'analyste financier pour juger le travail des analystes ISR en agences.

« Les analystes extra-financiers des agences de notation, ils ne viennent pas de l'analyse financière et si il y en a quelques uns qui ont suivi ce parcours, ils sont tellement jeunes qu'ils n'ont pas vraiment exercé le métier. Et du coup il y a un problème de langage entre eux et les analystes financiers, ils ne savent pas parler leur langage ce qui entraîne que souvent les analystes financiers ont envie après leur présentation de leur dire : « oui tout ça c'est bien intéressant, mais alors à quoi ça sert ? » Les analystes en agences, ils ne connaissent pas pour la plupart les entreprises en profondeur, le business model de l'entreprise, les contraintes propres de l'entreprise. Je me rappelle une fois avoir assisté à une présentation sur les Télécoms par une analyste d'agence et elle n'a jamais stipulé dans sa présentation la question des privatisations qui pour un analyste financier est un truc clé pour comprendre le secteur des Télécoms. Donc elle nous a présenté un état des lieux à l'instant T sur les données disponibles mais sans avoir en tête l'historique, les contraintes économiques de ce type d'entreprises, sans aucune référence à d'autres cas similaires de privatisation qui aurait pu alimenter son analyse. Donc bon ça ne se passe pas forcément bien. » *Louis*

De plus pour Louis, cette difficulté de communication entre les deux espaces est accentuée par la position généralement hostile des individus exerçant ce métier en agence vis-à-vis des entreprises et plus généralement vis-à-vis du monde de la Finance :

« Historiquement l'ISR, ça vient de l'éthique et de gens non financiers, qui ont proposé une démarche allant justement à rebrousse poil de ce que proposait la gestion mainstream. Et vrai qu'on se traîne toujours ce truc là, quelque part l'analyse extra-financière, elle a tendance à considérer l'analyse financière comme une compromission. Au fond, un nombre considérable de gens qui travaillent sur ces thèmes sont contre la Finance et ce qu'elle représente. On n'est pas sorti de là, c'est clair et notamment en raison des univers d'où sortent les analystes ISR en agence et les analystes financiers. Il y a de réelles différences culturelles qui se traduisent notamment par la façon de considérer les entreprises. Un analyste financier, il aura un meilleur dialogue avec l'entreprise parce qu'il aura une compréhension forte des contraintes économiques qui sont les siennes, l'analyste ISR en agence au fond, il s'en fiche un peu de tout ça, s'il regarde des points sur l'environnement et que l'entreprise lui explique que pour telles raisons économiques, elle n'a pas pu se mettre au niveau demandé et bien au fond il n'en aura pas grand-chose à faire parce que lui son truc, cela sera le respect de l'environnement et puis c'est tout. Ca devient une sorte de dialogue de sourd. » *Louis*

Il est intéressant de constater ici que Louis ne s'identifie pas en raison de sa fonction d'analyste ISR buy side comme le traducteur tout désigné pour faire communiquer les analystes ISR en agence et les analystes financiers grâce à sa connaissance privilégiée des deux univers. C'est d'autant plus intéressant que les pratiques décrites précédemment sur la constitution des grilles de lecture reposant conjointement sur l'expertise extra-financière et l'expertise des analystes financiers font, elles, penser à une tentative d'exercice de traduction.

Louis se lance alors dans un argumentaire très précis et complexe visant à démontrer que les efforts menés à l'heure actuelle par les agences d'analyse et de notation extra-financières sont des efforts qui lui semblent vains car ils ne correspondent pas aux véritables besoins des analystes financiers actions :

« Et puis les analystes en agences, ils sont toujours dans une posture négative qui se traduit notamment par leur référence aux risques, si on les écoutait, il y aurait des risques partout... Mais est-ce vraiment utile à l'analyste financier, lui qui est censé prendre des risques... Le gros manque, c'est qu'il n'y a pas d'analyste positive à mon sens, quand tu es analyste financier, tu n'es pas là pour exclure tu es là pour faire des paris sur les entreprises qui vont se démarquer sur ces questions... Il faudrait avoir un discours qui permette de dire « Je pense que cette entreprise est la mieux positionnée en terme de ceci ou de cela et cela va la distinguer dans un futur proche dans un secteur donné ». Peu de gens s'engagent dans cette voie mais au fond c'est ce qui intéresse l'analyste financier, il veut détecter les aspects positifs, où sont les opportunités en terme de qualité de management par exemple, en terme d'avantage concurrentiel. Le truc c'est que les analystes ISR en agence n'ont absolument pas de démarche prospective, ils font un état des lieux de ce qui se passe dans les entreprises mais ils ne vont pas plus loin, il n'y a pas encore de passage à l'étape suivante. Je n'ai pas vraiment l'impression qu'ils se dirigent vers cette démarche mais c'est vrai qu'il n'y a quasiment pas de gens de la Finance dans ces structures, ils viennent d'autres horizons et sont souvent très jeunes... Mais c'est vrai que les méthodologies ne dirigent pas vers cette forme de travail prospectif vu qu'on leur demande de trouver l'information et de donner une note, on ne leur demande absolument pas de réfléchir à l'avenir du secteur de l'agro-alimentaire par exemple. »  
*Louis*

La position critique de Louis résonne avec les réticences de Paul et de Jeanne sur la capacité réelle des agences à se prononcer sur les risques professionnels encourus par les entreprises en cas de manquement de critères extra-financiers. Louis prend cependant ici une autre direction. Ce n'est pas tant que les agences ne soient pas capables de fournir cette évaluation qui le préoccupe mais que ce type d'orientation ne soit d'aucune utilité aux analystes actions au final :

**Mais l'approche par risques, tu n'as pas l'impression que c'est leur façon de faire de la prospective ?**

« Oui peut-être que c'est leur impression mais personnellement je ne trouve pas ça suffisant, l'analyse par les risques, ça a un côté repoussoir, cela n'a pas du tout le côté positif qui est le propre de l'analyse financière sur les actions. Alors ça se rapproche plus peut-être de la notation crédit mais c'est une approche parmi d'autres et qui se caractérise essentiellement par la logique du repli. Analyste crédit, c'est différent de l'analyste financier, son travail c'est de détecter le risque de défaut de l'entreprise car tu détiens la dette de l'entreprise. L'analyste financier, son travail, c'est plus un travail de pari sur la croissance potentielle, sur les bons résultats à venir, les moyens, les résultats à venir en fonction des

taux d'intérêts, bon l'analyste va aussi jouer sur la dette, ce qui prouve qu'il n'y a pas complète étanchéité entre les deux analyses mais cela reste une approche différente. » *Louis*

La figure de l'analyste ISR buy side a dans les propos de Louis et plus modestement de Sabine une certaine difficulté à se dégager même s'il est qualifié idéalement comme l'expert de l'analyse extra-financière appliqué à l'investissement financier. C'est pourquoi il est intéressant de voir comment les deux analystes ISR buy side se positionnent par rapport à l'analyse financière.

### Analyste ISR buy side versus analyste financier : une complémentarité problématique

Si Louis et Sabine sont unanimes pour affirmer la nécessité d'une plus grande articulation de l'analyse extra-financière à l'analyse financière, ils semblent que chacun dans des registres assez différents aient du mal à positionner leur propre activité par rapport à l'analyse financière.

Le motif récurrent du discours de Louis sur cet aspect est celui de la complémentarité. Les analystes ISR buy side doivent faire la preuve de leur complémentarité avec l'analyse financière actions et l'analyse financière crédit. Pour affirmer cette complémentarité, ils sont dans l'obligation de travailler de manière plus étroite avec les analystes financiers. Jusqu'ici, les analystes ISR buy side auraient préféré adopter une position de distance et d'avant garde vis-à-vis de l'analyse financière qui ne serait plus tenable :

« Le vrai défi pour moi, pour l'analyse extra financière c'est de vraiment arriver à travailler avec les analystes financiers. Aujourd'hui, il n'y a pas encore suffisamment de travail sur cette dimension, de la recherche de critères extra financiers pertinent du point de vue de l'analyse financière. L'analyste ISR pourra vraiment être considéré comme un métier quand on aura fait la preuve que c'est vraiment complémentaire. Aujourd'hui c'est un peu séparé, le truc jusqu'ici c'est que l'analyste ISR a plutôt expliqué pour se positionner qu'il travaillait sur des critères pas encore pris en compte par l'analyste financier, avec l'idée d'être en avance sur le marché. Mais je trouve que ce n'est pas vraiment tenable comme position parce qu'admettons que l'analyse ISR arrive à trouver un thème porteur, le mainstream va se l'approprier tranquillement le jour venu et l'analyste ISR il se retrouve sans rien et doit recommencer sa recherche de thème. C'est un positionnement instable et puis sur le moment il est vraiment impossible de prouver la véracité du critère. Alors on peut bien dire qu'on est en avance de deux ans sur le marché mais il faudrait aussi arriver à prouver sa valeur sur le moment. C'est pourquoi il me semble que la meilleure voie, c'est de s'atteler à prouver que l'analyse extra-financière est complémentaire de l'analyse financière classique. » *Louis*

Une des voies les plus concrètes pour démontrer la nécessité de cette complémentarité est pour Louis de s'appuyer sur le fait que l'analyste financier action ne peut pas rencontrer l'ensemble du personnel et des parties prenantes qui lui donnerait une vision synthétique de

l'activité de l'entreprise. Selon Louis, l'analyse fondamentale pour être complète devrait comporter trois volets : l'analyse financière sur les actions, l'analyse financière crédit et l'analyse extra-financière :

« Les analystes financiers, il ne peuvent pas tout faire, il ne peut pas aller voir tous les interlocuteurs dans les entreprises. Ils s'occupent déjà d'aller voir le top management et la direction financière, ils ne vont pas aller voir certaines autres catégories de personnel qui peuvent être intéressantes. Ça pourrait être identifié comme le rôle de l'analyste ISR, d'aller voir les directeurs environnement, les directeurs RH sachant que notamment la gestion des RH, ça peut sacrément renseigner sur la qualité du top management qui peut être intéressante pour évaluer la performance future de l'entreprise. L'analyste ISR, il pourrait être présenté comme celui qui va voir toutes les choses qui dépassent de l'analyse financière classique, cela serait notamment celui qui va voir les interlocuteurs que l'analyste financier ne va pas voir. Et là on revient à l'idée qu'analyse financière, analyse extra-financière et analyse crédit forme en fait un tout permettant d'expliquer la formation des prix et qu'il faut absolument arriver à les faire travailler ensemble. » *Louis*

**Vous auriez un exemple de cette complémentarité ?**

« L'analyste financier, il va s'intéresser au business model, aux résultats de l'année, et bien l'analyste ISR, il peut lui procurer une donnée supplémentaire en lui indiquant par exemple le taux de turn over de l'entreprise en question... »

L'emploi du conditionnel dans son discours et une certaine difficulté de Louis à évoquer des exemples concrets de cette complémentarité semble indiquer qu'il s'agit d'une situation plus souhaitée qu'ayant réellement à voir avec celle expérimentée jusqu'ici par ces deux analystes ISR. Par ailleurs cette hypothèse de la complémentarité constitue une façon d'évacuer intellectuellement la question de l'articulation entre les différentes formes d'analyse. Si les analystes buy side financiers et extra-financiers sont tous spécialisés sur un champ d'expertise, qui va faire office de traducteur entre eux ? Si cet exercice de traduction n'est assumé par personne, comment réaliser pratiquement l'articulation entre analyse extra-financière et analyse financière ?

Sabine est aussi positionnée de manière assez floue sur cette question. Elle s'accorde comme Louis pour affirmer la nécessité de cet effort d'articulation de l'analyse financière à l'analyse extra-financière mais affirme que jusqu'ici leur propre travail ne s'est pas du tout orienté dans cette direction.

De manière plus générale, la difficulté de Sabine à déterminer clairement le positionnement du métier d'analyste ISR buy side par rapport à l'analyse financière semble fortement reliée à l'opinion assez pessimiste qu'elle porte sur l'ensemble de l'analyse financière fondamentale<sup>266</sup> telle qu'elle est pratiquée aujourd'hui au sein des grandes sociétés

---

<sup>266</sup> Le terme d'analyse fondamentale désigne une forme d'analyse financière qui consiste à étudier très précisément l'activité et la stratégie économique des entreprises.

de gestion. Selon Sabine, l'analyse fondamentale est en crise car elle ne fait plus la preuve de sa valeur ajoutée financière :

« Aujourd'hui on se rend compte que clairement la valorisation est loin d'être optimale, que par rapport à des petites sociétés de gestion qui n'ont pas d'analystes, et bien les grands groupes ne font pas du tout mieux, alors les institutionnels et même les particuliers commencent à se dire qu'ils pourraient peut-être confier leur argent à ces structures. Il y a un réel problème de se dire qu'une grande société de gestion avec une équipe de 10 à 20 analystes buy side et une équipe de gérants n'arrive pas à priori à utiliser correctement l'information qu'elle produit pour offrir des produits efficaces à sa clientèle. Donc certains se demandent s'il n'y aurait pas d'autres modèles possibles, bon par exemple tu peux avoir des gérants qui ont la double casquette à la fois analyste et gérant et bon en gros faut être clair, si tu peux éventuellement supprimer le rôle d'analyste, tu vas avoir du mal à supprimer celui de gérant. Et bon l'ISR se greffe dans tout ça, en gros tu peux remarquer que généralement il n'y a d'analyste extra-financier buy side ISR que s'il y a déjà une équipe d'analystes financiers constituée, dans les autres cas, s'il y a des soi-disant analystes, ils n'ont pas vraiment la même fonction. [...] Cependant personnellement je ne vois pas très bien comment on pourrait faire l'impasse en ISR mais aussi dans l'analyse financière fondamentale pour pouvoir se forger un avis indépendant et critique et qui permet d'avoir une synthèse de toutes les informations publiques que l'on peut trouver sur la place. Toute cette information, il faut bien que des personnes se chargent de la lire et de la synthétiser, le gérant qu'il soit ISR ou pas, il a clairement d'autres aspects à gérer dans son métier. » *Sabine*

Le métier d'analyste financier buy side serait à l'heure actuelle selon Sabine fortement remis en question en raison du manque de résultats financiers généraux des grandes sociétés de gestion fonctionnant avec des grandes équipes dédiées à l'analyse fondamentale et à la gestion financière. Comme le métier d'analyste buy side ISR prend ses racines dans l'analyse fondamentale telle qu'elle est pratiquée dans ces grandes sociétés de gestion, ses interrogations rejaillissent sur ce nouveau métier qui est encore moins établi que les autres branches de l'analyse financière. Les analystes ISR buy side sont pris par ailleurs dans un conflit plus grand : celui qui oppose les analystes financiers aux gérants pour savoir qui est le vecteur de la meilleure valeur ajoutée financière. Sabine pointe ici du doigt le système de rémunération adopté progressivement dans l'ensemble des grandes sociétés de gestion dans les années quatre vingt dix :

« Ce qui est en cause, c'est le mouvement de l'individualisation des rémunérations dans des équipes où les gens sont justement censés travailler ensemble. L'idée de créer ces instruments de mesure individualisée de la performance, c'est de pouvoir à la fin de l'année attribuer les bonus en fonction de ses performances personnelles alors que dans l'autre système, effectivement c'est plus difficile de saisir la valeur ajoutée de chaque individu. Mais si le système fonctionne bien pour déterminer la performance individuelle, il fait peu de cas de la valeur ajoutée du travail d'équipe qui au fond est quand même le plus important, puisque que c'est ce qui est vendu aux clients, une expertise collective et donc là on est dans un système qui s'appuie sur l'atomisation des individus, chacun se comporte comme un électron libre. » *Sabine*

**Enfin les représentations portées par les deux analystes ISR sur leur profession sont assez contrastées. Même si certains analystes ISR buy side -ceux qui ont une expérience de la gestion d'actifs et de l'analyse financière- sont décrits comme des experts par rapport aux individus travaillant en agence, leur place au sein de l'analyse financière semble plus difficile à établir pour nos deux analystes. Même s'il arrive dans la pratique qu'ils travaillent de concert avec les analystes financiers, une certaine difficulté à trouver leur place dans leur société de gestion d'appartenance ressort de leur discours. Ils paraissent à la fois se définir comme détachés du travail des analystes ISR en agence et de l'activité de leurs collègues de l'analyse financière et de l'analyse crédit tout en se plaçant successivement de l'un et l'autre côté de la barrière. Leur légitimité dans le monde de la gestion d'actifs semble assez complexe à déterminer d'autant plus qu'il est nécessaire de prendre ici en considération les relations de pouvoir en vigueur dans le monde de la gestion d'actifs entre le corps des analystes fondamentaux, experts des entreprises, dans lequel les deux analystes ISR buy side ont tendance à se ranger et le corps des gérants qui ont au final la responsabilité de la gestion des portefeuilles.**

Pour conclure cette analyse thématique, nous aimerions revenir sur les opinions exprimées par ces deux analystes ISR sur le futur de leur activité. Nous verrons ici que leurs représentations sont différentes de celles véhiculées par les deux analystes ISR en agences.

*c) Quel futur pour l'analyse ISR interne aux sociétés de gestion : la construction d'une offre ISR et du discours commercial adéquat*

Nous avons proposé à Sabine et à Louis comme à Paul et Jeanne d'établir un scénario positif et un négatif pour le futur de l'ISR. Chez Paul et Jeanne, le scénario positif reposait sur l'élargissement de la clientèle des agences de notation et d'évaluation extra-financières par une diffusion des approches extra-financières à l'ensemble de la gestion d'actifs et non plus seulement à la niche des produits ISR. La preuve pour Paul en serait l'internalisation progressive de la recherche extra-financière dans les sociétés de gestion. Pour Jeanne, le pas ne serait franchi qu'à condition que l'analyse extra-financière fasse la preuve objective de sa plus value financière.

Nous aurions pu logiquement penser que Louis et Sabine, qui font partie de ce champ de la gestion d'actifs où des promesses de performances financières sont tenues aux investisseurs, se rangeraient massivement sur la position de Jeanne : « Si l'analyse extra-



financière veut sortir de son ghetto, il faut qu'elle fasse la preuve de sa capacité à anticiper les vecteurs de performance. » Or la position de Louis et Sabine se révèle assez différente. En premier lieu, tous les deux ne situent pas le curseur du scénario positif au même endroit que les deux analystes en agences. Si pour ces derniers, le scénario positif consiste à pouvoir vendre toujours plus de produits d'analyse extra-financière aux acteurs de la gestion d'actifs, pour Paul et Sabine, le scénario positif se joue sur la capacité de cette même gestion d'actifs à vendre des produits financiers ISR à un nombre de plus en plus important d'investisseurs institutionnels et de particuliers.

Nous pourrions penser ici que le point de basculement entre le scénario positif et le scénario négatif se joue pour les deux analystes ISR buy side sur la capacité de la société de gestion à faire la preuve de la plus value financière de ses produits financiers. Ce n'est pourtant pas l'argument premier que mettent en avant Louis et Sabine qui s'accordent à penser que le véritable point de basculement est la capacité des sociétés de gestion à construire des produits financiers ISR différenciés et d'accompagner cette construction d'un discours commercial efficace :

**Et si vous deviez élaborer un scénario positif et un scénario négatif pour l'avenir de l'ISR et la profession qui est là vôtre, vous diriez quoi ?**

« Dans tous les cas, cela dépendra de la capacité collective de trouver un vrai positionnement et d'accompagner ce vrai positionnement d'un vrai discours commercial par rapport au mainstream. Alors soit on le trouve et on peut espérer qu'il y aura un vrai déploiement et la structuration d'un vrai métier qui sera construit sur sa nécessaire complémentarité par rapport à l'analyse financière et qui s'ancrera dans le mainstream. Si on ne trouve pas ce positionnement et ce discours, ça restera une niche, on restera sur les mêmes bases, il n'y aura pas de fin définitive car il y aura toujours une demande pour les fonds éthiques mais ça restera très spécifique, très cloisonné du reste de la gestion.

**Vous ne pensez pas que la démonstration de la plus value en terme de performance financière est le vrai nerf de la guerre ?**

Non je ne pense pas que l'histoire de la performance sera vraiment déterminante, la vraie question, c'est de trouver un positionnement, de trouver un véritable facteur de différenciation et là, la performance, elle découlera de manière naturelle, si on trouve le positionnement, il y aura un appel d'air autour de la question de la performance. » *Louis*

**Et si vous deviez esquisser un scénario positif et un scénario négatif pour l'avenir de l'ISR et de la profession d'analyste buy side ISR, vous diriez quoi ?**

« Et bien si les fonds ISR n'arrivent pas à se différencier, ça ne décollera pas, mais pour moi là on est clairement dans un problème de marketing, il s'agit de se demander comment traduire cela en langage marketing clair à la fois pour les institutionnels mais aussi et peut-être surtout pour le grand public. Si on n'arrive pas à avoir ce décollage, on restera avec des moyens restreints et on ne pourra pas arriver à l'intégration des critères extra-financiers dans l'analyse financière. Donc le scénario positif, c'est le contraire, c'est si on arrive à prouver que c'est différent, ça décolle et on a les moyens de procéder à l'intégration. » *Sabine*

Paul et Sabine pensent que les sociétés de gestion n'ont pas su trouver la bonne formule pour convaincre les investisseurs institutionnels et les particuliers. Le principal

problème évoqué est le choix massif des sociétés de gestion de pratiquer un filtrage extra-financier positif très modéré sur les entreprises. Le résultat en est que les produits financiers ISR ne sont ni plus ni moins performants que les produits financiers classiques et que l'on y retrouve dans les deux cas les mêmes entreprises. Ces démarches deviennent alors difficiles à commercialiser :

« Le problème pour le discours avec les clients, c'est que nous société de gestion, nous n'avons pas vraiment défini ce que c'était ce truc là, ce truc de l'ISR. Nous prétendons vendre quelque chose de différent mais il est en même temps difficile de donner une preuve concrète de cette différenciation. En terme de performance, on sait bien aujourd'hui que le consensus, c'est de dire qu'il n'y a pas de réelle preuve d'une différence positive en terme de performance. Sur la composition du portefeuille, on sait bien que ce n'est pas net, parce que même s'il y a des variations, on peut se trouver à plus de 80% avec les mêmes portefeuilles que le mainstream. C'est un vrai problème pour les gérants de montrer qu'au fonds leur pari, leur processus ISR les emmène à un résultat équivalent... Donc c'est quoi la différence ? » *Louis*

« Cependant dans la plupart, tu ne trouve aucune information différenciée sur les impacts de la spécificité ISR sur le fonds, ce qui rend difficile une véritable différenciation avec les fonds classiques parce qu'on explique pas concrètement pourquoi un fonds ISR qui aurait du Total en portefeuille, ce n'est pas exactement pareil qu'un fonds classique avec du Total en portefeuille. » *Sabine*

Pour Louis et Sabine, cet état de fait représente un véritable frein pour les sociétés de gestion françaises dont l'approche de sélection positive est peut-être trop subtile pour convaincre les investisseurs.

« Alors oui c'est peut-être simple, l'exclusion, l'activisme actionnarial mais le discours qui va avec, a le grand mérite d'être clair et précis. Alors nous on a peut-être une démarche beaucoup plus subtile mais il faudrait arriver à produire collectivement un discours efficace... il faut se mettre à la place des autres aussi, ça ne donne pas forcément envie de l'extérieur. La finesse c'est bien, mais c'est encore mieux quand c'est doublé par l'efficacité. » *Louis*

« Le truc avec le filtrage positif, c'est que c'est une démarche compliquée où de nombreuses choses entrent en jeu et vont se superposer les unes aux autres. Il me semble que si on pouvait inverser le discours, c'est-à-dire expliquer pourquoi on n'accepte pas certaines entreprises, ça serait plus simple et plus efficace mais aujourd'hui on est complètement coincé dans un mode de communication strictement positif. » *Sabine*

Dès lors, selon Louis, les investisseurs institutionnels peu satisfaits de l'offre ISR proposée par les sociétés de gestion reposant sur la solution du filtrage positif sectoriel, elle même rendue possible par les produits de ranking et de filtrage offerts par les agences, commencent à les remanier:

« On voit bien que ce sont les clients, les investisseurs institutionnels qui sont en train de s'emparer du sujet et c'est vrai que ce que l'on constate, c'est que le modèle que nous leur proposons ne leur convient pas vraiment, qu'ils sont en train de le formuler à leur manière, à la

manière des grands institutionnels. C'est assez normal au fond que le client se réapproprie nos propositions mais c'est quand même regrettable de voir que les sociétés de gestion n'ont pas vraiment pu convaincre les institutionnels avec le modèle proposé alors qu'on a eu 4 ans pour réfléchir et pour proposer un vrai modèle...

**Enfin vous avez quand même imposé la pratique du filtrage positif, non ?**

Oui mais est-ce que cela vient vraiment des sociétés de gestion. C'est quand même ARESE qui a créé ce modèle, ce modèle du relatif sectoriel et les sociétés de gestion ont suivi. Les sociétés de gestion, elles ont su créer des process intéressants mais le problème c'est qu'elles n'ont pas trouvé le discours pour convaincre les institutionnels mais bon c'est peut-être aussi justifié cette volonté des institutionnels d'avoir le dernier mot. » *Louis*

Les jeux pour Louis sont quasiment faits puisque la clientèle institutionnelle commence à entrer dans le jeu de la formulation des process de gestion. Il suggère cependant qu'un travail sur le marketing pourrait peut-être se révéler utile pour mieux vendre ces approches. Il lui est cependant difficile de préciser quelle devrait être le contenu de ce discours commercial:

« La solution selon moi serait de plutôt orienter le discours vers la notion de complémentarité, d'expliquer que l'attrait de ce type de gestion c'est d'aller se pencher sur les critères qui en terme de risques et de pertinence se révéleront cruciaux dans les années à venir. Le problème c'est qu'aujourd'hui sur le court terme, l'ISR a du mal à matérialiser des choses claires. Alors je ne sais pas à qui on peut attribuer la faute sur cette question de discours ... Est-ce un problème de marketing ? Est-ce que le marketing n'a pas su s'emparer de cette question à posteriori ? C'est vrai que au départ, ce sont les sociétés de gestion qui ont créé cela. L'impulsion est souvent venue d'une ou deux personnes dans les équipes de gestion financière et pas vraiment des personnes qui venaient du marketing. C'est vrai que le travail de packaging, la création d'un discours en phase, d'idées marketing pertinentes, c'est pas vraiment ça, du coup c'est quand même une approche qu'on ne vend pas bien. » *Louis*

La préoccupation de Sabine va plus à la clientèle des particuliers. Il lui semble que si les approches de sélection des entreprises sur des critères extra-financiers étaient plus exigeantes, il y aurait une réelle possibilité de conquérir une clientèle plus militante de particuliers comme ont su le faire les acteurs de l'ISR américain :

« Le truc en France, je trouve alors qu'au fond, en tout cas aux Etats-Unis, ce sont les actifs des particuliers qui constituent le socle stable de l'ISR, ici on a tout de suite voulu passer à la vitesse supérieure sans se préoccuper de conquérir ce socle, avec le FRR et les autres institutionnels. On n'a pas su et on a pas vraiment essayé de convaincre, de capter ce socle stable qui selon les études correspond à 10% de la population, Si on n'arrivait à capter ne serait-ce qu'un petit % de ces investisseurs militants potentiels... si on s'y mettait en essayant de construire le discours marketing, en arrivant à démontrer la valeur ajoutée de ces approches, on pourrait arriver à une intégration des approches. » *Sabine*

« Il faudrait aussi aller au bout de la démarche en créant des fonds plus radicaux, avec uniquement des leaders du développement durable pour voir un peu ce qui se passe, comment ça pourrait se comporter parce que là c'est en fait assez difficile de dire quelque chose de très convaincant sur des fonds qui sont à peu près les mêmes... ce n'est pas très explicable, ni très marketable. » *Sabine*

Cependant, Sabine a l'air peu convaincue que le marché français voire européen de l'ISR va se tourner vers des approches plus radicales. Les acteurs de l'ISR européens lui semblent se tourner vers des débats beaucoup plus théoriques que leurs homologues américains :

« Mais en France, en même temps, j'ai l'impression que c'est un pays tellement féru de concepts, de théories, de visions qu'au fond l'approche ISR pourrait continuer à exister encore un petit moment sans réaliser ce travail mais bon on est quand même pour moi à cette étape là, tout le monde a construit sa belle théorie dans son coin et maintenant il faudrait penser à la vendre mais c'est vrai au fond que pour la plupart, la préoccupation n'est pas là, ils sont plus dans une réflexion plus générale sur la manière d'intégrer l'ISR dans le mainstream. J'ai vraiment l'impression que sur ce point, il y a des vraies différences culturelles. Les américains ne sont pas forcément dans cette optique même si eux aussi la question de la performance ça les intéresse puisqu'ils ont passé par mal de temps à essayer de démontrer que l'ISR pouvait faire des performances similaires voire supérieures pour pouvoir justement imposé les critères sociaux et environnementaux. Mais pour eux l'ISR, c'est surtout une question de changer le monde, qui se focalise sur les entreprises, les promoteurs de l'ISR aux Etats-Unis, leur souci ce sont les entreprises et la façon de les faire changer, au fond ils sont assez peu préoccupés par la transformation de l'industrie de la gestion mainstream par l'ISR. Comme leur souci principal, c'est ça ils sont beaucoup plus impliqués dans des démarches militantes, des démarches radicales et ils utilisent le dépôt de résolutions comme outil de pression. » *Sabine*

Même si l'ISR en France ne prend pas cette voie là, la solution pour Sabine reste cependant la suivante : durcir en partie la sélection extra-financière et s'engager plus fortement dans la pratique de l'exercice du droit de vote qui a l'avantage de donner des résultats plus concrets que la sélection positive :

« Les américains, ils sont dans une stratégie différente qui me paraît plus positive et qui consiste à vouloir vraiment faire bouger les choses alors qu'ici, le focus central, cela reste la performance du fonds, la finalité n'est pas la même et moi j'ai tendance alors je suis peut-être idéaliste à plutôt être dans l'idée de faire changer les choses, donc j'ai l'impression qu'il faudrait quand même prendre plus de risques ce qui n'empêchera pas forcément d'avoir une bonne performance. » *Sabine*

« Heureusement qu'il y a le vote, bon je ne sais pas si on est en avance mais en tout cas on a un certain niveau d'exigence et performant sur cette question et ça concerne pas seulement quelques fonds, on n'est vraiment sur tout le périmètre du groupe. Et c'est vrai que même si on ne le dit pas, on est quand même assez activiste. Et ça je vois bien que cette approche reçoit une bonne écoute, ça accroche les interlocuteurs donc c'est extrêmement satisfaisant parce que là les gens touchent un peu du doigt le caractère concret de l'ISR et là on peut offrir un reporting en rapport, on peut donner les résultats aux gens. Bon ça il me semble que si ça se développait, ça pourrait faire avancer les choses et puis petit à petit l'exemple des sociétés américaines où il y a des résolutions sociales et environnementales, ça pourrait être un modèle... » *Sabine*

Cette analyse de l'évolution du métier que partagent les deux analystes ISR buy side démontre bien le caractère hybride de leur positionnement dans le champ de l'ISR. Le travail et le positionnement des analystes ISR interrogés en agences, paraissent comparativement,

au-delà des flous organisationnels, beaucoup plus encadrés. Ils ont pour mission de produire de l'information et de l'analyse extra-financière sur les entreprises pour le compte des investisseurs. Même si le métier d'analyste financier peut constituer un modèle en raison des aspects positifs qui lui sont attribués, il n'y a pas de confusion possible entre les deux activités.

**Les deux analystes ISR buy side ont, eux, des missions beaucoup plus éclatées. La construction de l'expertise extra-financière n'est qu'une des facettes d'une activité multiple où se mélangent constitution des process de gestion, relations avec les investisseurs et engagement actionnarial auprès des entreprises. Quant au positionnement, l'entre deux est de rigueur, ni vraiment tout à fait similaire aux analyste ISR en agences ni aux analystes financiers buy side, tous plus nombreux et plus regroupés, les analystes ISR buy side naviguent finalement en solitaire entre leurs fournisseurs d'information, les entreprises, les équipes d'analyse et de gestion financière et les investisseurs finaux.**

Quant à la figure de l'analyste sell side ISR travaillent chez les courtiers au service des sociétés de gestion et des investisseurs professionnels, elle semble encore difficile à préciser en raison de l'extrême nouveauté de la mise en place de ces postes. L'observation participante permet toutefois de constater que les analystes ISR sell side comme les analystes ISR buy side doivent s'adapter à des situations organisationnelles, des traditions professionnelles et des enjeux propres aux métiers du champ du courtage qui dépasse largement le strict cadre des enjeux de la recherche ISR. Comme les sociétés de gestion, les sociétés de courtage ne sont pas uniquement tournées sur la construction d'une expertise extra-financière comme cela peut être le cas pour les agences d'analyse et de notation. Dans les deux premières organisations, il s'agit bien d'une activité de niche assumée par un nombre réduit de salariés.

En revanche, le cœur de leur mission semble plus homogène que celui des analystes ISR buy side. Ils se rapprochent donc en cela des analystes ISR en agences avec cependant une différence de taille. Les analystes ISR en agences sont chargés de réaliser des produits d'analyse et de notation extra-financières qui sont vendues par leur organisation à des sociétés de gestion. La rémunération est ici directe. Les analystes ISR sell side sont chargés de réaliser des études extra-financières et d'aider à l'intégration des préoccupations extra-financière dans la recherche financière sell side mais ont aussi la responsabilité de la valorisation de ces

études par des contacts commerciaux directs et répétés avec leurs clients, investisseurs professionnels. La rémunération de la recherche n'est pas directe.

Quant aux profils recrutés, la même diversité semble prédominer que dans les deux autres types de structures. Une tendance identifiée consiste à embaucher des analystes ISR d'agences qui ont acquis une expérience conséquente et possède un bon réseau de contacts. C'est le cas de CM-CIC-Securities, une société de courtage française qui a embauché deux analystes ISR ayant travaillé pour ARESE, puis pour d'autres agences. Une autre tendance consiste à faire travailler des analystes financiers déjà présents dans les organisations de courtage sur ces thématiques extra-financières. Ces analystes financiers peuvent, mais ceci est encore rare, nouer des partenariats avec des agences d'analyse et de notation extra-financières pour avoir un accès privilégié à certaines données comme vient de le faire pendant l'année 2005 la structure de courtage de la Banque Société Générale avec *Core Ratings UK*<sup>267</sup>.

Les différents éléments recueillis et analysés dans ce chapitre permettent à la fois de mieux saisir le processus de qualification en cours du métier d'analyste ISR mais aussi plus largement le mécanisme de construction des dispositifs de jugements extra-financiers constitutive de l'émergence rapide d'une industrie de l'information extra-financière. Nous aborderons en dernière partie l'ensemble des enjeux et controverses que soulèvent la création et la progressive institutionnalisation de cette activité d'évaluation extra-financière.

### **III) Emergence d'une industrie de l'information extra-financière : enjeux et perspectives**

Comme le souligne Sabine, une des enquêtés et comme nous avons pu le démontrer dans nos précédents travaux<sup>268</sup>, en France et plus globalement en Europe continentale, le champ de l'ISR s'est structuré plus par l'action de l'offre que par celle de la demande.

Dans ce champ de l'offre, les agences d'analyse et de notation extra-financières ont répondu aux besoins de quelques sociétés de gestion se lançant de manière pionnière sur le champ de l'ISR. ARESE, plus particulièrement a choisi de répondre à ses besoins en se glissant dans les cadres socio-cognitifs les plus familiers à ces acteurs de la gestion d'actifs,

---

<sup>267</sup> Société Générale Cross Asset Research, *Impact ISR sur les valorisations, 200 sociétés européennes analysées, les critères ISR appliqués aux marchés actions, l'association de deux recherches indépendantes : SG Research, Core Ratings UK*, avril 2005.

<sup>268</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2004, op.cit, p169-189

c'est-à-dire ceux de l'information financière. Toutefois, la majeure partie des chercheurs, ayant travaillé sur les fondements concrets de ce rapprochement, évoque plus des logiques de captation sémantique adoptées par les pionniers de l'analyse et de la notation extra-financières pour se parer de la légitimité de l'analyse financière que ceux d'une communauté réelle d'objectifs et de procédures de travail entre les deux champs.

Toutefois, le temps passant et les métiers de l'information extra-financière se structurant, certains travaux en sciences économiques proposent à nouveau de faire un parallèle entre les deux activités afin de définir quelle peut être la place de cette industrie de l'information extra-financière dans l'espace plus vaste de l'information financière. Cette question est rendue en partie possible par l'admission du postulat suivant : l'information extra-financière doit être considérée à terme comme un élément venant enrichir le canal de l'information financière prise en compte par les acteurs de la gestion d'actifs dans leurs décisions d'investissement sur le marché des capitaux mobiliers.

Or ce dernier postulat et l'ensemble des sous postulats qu'ils impliquent, malgré son intérêt, offre une vision très française ou au mieux européenne de ce qu'est et devrait être, à l'avenir, le champ de l'évaluation extra-financière. Aux Etats-Unis, les acteurs impliqués dans ce champ ont des opinions normatives assez différenciées sur la question. Nous reviendrons ici sur la controverse qui a battu son plein entre des acteurs européens et américains lors de l'année 2004 pour illustrer les défis en partie d'ordre idéologique qui s'oppose à une standardisation internationale des professions de l'analyse et de la notation extra-financière.

Cette question de la standardisation amène naturellement à celle de la normalisation. Peut-on véritablement parler d'un processus de normalisation à l'œuvre dans la toute jeune industrie de l'information extra-financière alors que la standardisation même de la profession semble loin d'être acquise ? Les acteurs de ce champ contribuent-ils à l'effort plus vaste de normalisation internationale du travail sur les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance ? Est-il vraiment possible d'affirmer qu'ils contribuent à l'information générale des consommateurs et à l'émergence de formes de consommation politique par cette mise en place de dispositifs de jugement extra-financiers sur les entreprises ? C'est à l'ensemble de ces questions que nous tenterons de répondre dans cette partie.

## **1) La chaîne de traitement de l'information financière : un modèle heuristique pour saisir l'évolution future des métiers de l'industrie naissante de l'information extra-financière ?**

Lors des entretiens menés avec les analystes ISR en agences ou en sociétés de gestion, nous avons pu constater que les métiers de l'analyse financière ont été pris spontanément comme point de comparaison ou comme modèle de l'évolution future de l'analyse extra-financière. Jeanne, dans son récit, affirme ainsi que pour que l'information extra-financière soit de qualité, il est nécessaire qu'elle suive la même chaîne de production et de certification que l'information financière. Il serait aussi souhaitable, selon elle, que le métier d'analyste ISR se rapproche dans son fonctionnement pratique de celui d'analyste financier. Quant à Louis, il assimile l'évolution passée du métier de la notation crédit à celui qui attend le métier de l'analyse et de la notation financière.

Ce rapprochement conceptuel entre les deux métiers est loin d'être uniquement partagé par les deux enquêtes. Il est représentatif d'un courant<sup>269</sup> qui consiste à proposer des interprétations sur l'évolution du champ de l'analyse et de la notation extra-financière en s'appuyant sur les évolutions connues lors du vingtième siècle dans l'information financière. Ce mécanisme interprétatif est assez heuristique car il permet de saisir les différents systèmes d'acteurs en place dans les deux champs. C'est pourquoi nous allons l'exposer dans la partie suivante. Il faut toutefois souligner qu'il repose sur l'hypothèse sous-jacente que l'information extra-financière doit, pour s'affranchir du strict cadre du champ étroit de l'ISR et s'installer durablement dans la gestion d'actifs classique, trouver sa place dans les espaces traditionnels de la Finance.

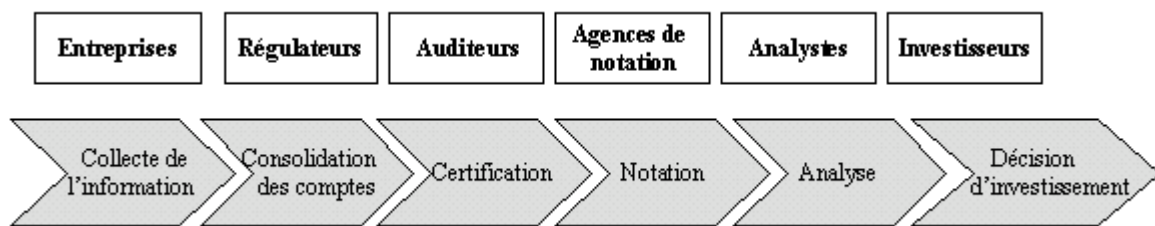
### **A) Penser le traitement de l'information extra-financière à partir de celui de l'information financière : un exercice complexe de comparaison**

Dans le chapitre II, nous avons déjà exposé le graphique suivant pour présenter les différents acteurs en présence dans le traitement de l'information financière dans les espaces de la Finance :

---

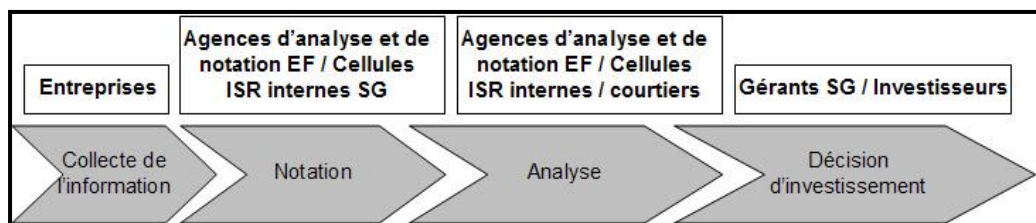
<sup>269</sup> L'Observatoire pour la responsabilité sociale de l'entreprise (ORSE), conjointement avec la Caisse des Dépôts a organisé lors de l'année 2004-2005 un groupe de travail sur l'avenir de l'analyse et de la notation extra-financière qui a, sous l'impulsion de son animateur Christian de Perthuis, son président Pierre Ducruet et de la coordinatrice du groupe Emilie Alberola, exploré les voies de comparaison entre chaîne de traitement de l'information extra-financière et financière.





La chaîne de traitement de l'information financière (source : La Finance Autrement),

Le jeu consiste donc ici à se demander en premier lieu si l'ensemble des fonctions assumées dans le traitement de l'information financière l'est aussi dans le champ de l'information extra-financière. Trouve-t-on dès lors les mêmes acteurs au même endroit de la chaîne ?



Graphique synthèse : L'information extra-financière : pertinence du modèle de la chaîne d'information financière

La chaîne du traitement de l'information extra-financière, si l'on souhaite appliquer stricto sensu le modèle proposé pour celui de l'information financière apparaît considérablement plus courte. Trois acteurs interviennent. Les entreprises qui publient l'information relative à leur gouvernement d'entreprise, leurs performances sociales et environnementales. Les organismes de recherche et de notation extra-financière et de plus en plus les sociétés de courtage qui analysent les entreprises et produisent des notations. Les sociétés de gestion, qui offrent un fonds ISR, achètent les notations des agences de notation extra-financière et les insèrent, avec plus ou moins un travail de traitement et d'interprétation, dans leur processus de décision d'investissement.

a) Production, consolidation et certification : le talon d'Achille du traitement de l'information extra-financière

Les missions de consolidations et de certification des données extra-financières, prises en charge dans le champ financier par les régulateurs et les auditeurs, sont loin d'être systématiques et garanties sur un périmètre donné. Le législateur à travers la loi de Nouvelle Régulation économique dite loi NRE a incité les entreprises à se plier à l'exercice du reporting social et environnemental mais la démarche reste strictement incitative. Aucun organe de régulation, comme l'AMF (Autorité des marchés financiers) pour l'information financière, n'a été chargé officiellement par le législateur d'une mission de consolidation des comptes pour l'information extra-financière.

La situation est assez similaire sur la mission de certification des informations extra-financières. Lors de l'élaboration du dispositif français constitué de la loi et du décret NRE, la question de la « certification » est évoquée mais n'aboutit pas à la décision d'une obligation. Il arrive aujourd'hui ponctuellement que des membres des grands cabinets d'audit effectuent des missions de vérification des processus, des données et des démarches engagées par l'entreprise dans des domaines relatifs à la responsabilité sociale et au développement durable mais ces missions ne s'inscrivent en rien dans un processus systématisé de vérification de l'information extra-financière<sup>270</sup>. Comme le suggère Jeanne, il existerait donc un vide dans le traitement de l'information extra-financières entre les entreprises qui produisent les données et les analystes extra-financiers qui recueillent cette information et produisent une notation des entreprises à partir de cette information.

L'absence de ces fonctions de consolidation et de certification des données extra-financière rejaillit automatiquement sur la qualité de l'information fournie par les entreprises. En effet, ces dernières sont conscientes que rien ne les oblige légalement à produire une information extra-financière en suivant des standards précis et quantitatifs sur la production de cette information. Même dans les pays comme la France où il existe des dispositions obligeant certaines entreprises à publier un rapport sociétal, une grande latitude est laissée sur le contenu.

Les contenus des rapports publiés, utilisés de manière préférentielle par les analystes ISR en agence restent, pour certains chercheurs<sup>271</sup>, largement déclaratifs. Ils évitent de

---

<sup>270</sup> Alberola, E, 2004, op.cit, p 33

<sup>271</sup> Capron, M, Quairel, F, 2004, *Mythes et Réalités de l'entreprise socialement responsable*, Editions La Découverte, pp95-201

présenter les points faibles et occultent les problèmes. Ils sont parfois incompréhensibles pour le public, donnent peu de chiffres et ne permettent pas une mise en perspective et une comparaison sur plusieurs années. Les pratiques actuelles du reporting environnemental et social sont donc apparemment beaucoup moins formalisées que celles du reporting comptable financier qui n'est pas non plus, loin s'en faut, exempt de problème comme en atteste les récents scandales financiers.

Par ailleurs, les systèmes d'information existants dans les entreprises permettent difficilement de nourrir ces rapports extra-financiers. Leur mise en place est coûteuse : les informations sur des domaines non financiers sont plus difficiles à standardiser, notamment dans un groupe international où les législations et les cultures de chaque entité sont différentes. Un indicateur aussi simple que le nombre d'heures de formation par salarié par exemple suppose déjà que l'ensemble des filiales, quel que soit le pays, applique la même définition et mette en place les outils de mesure adéquats. Finalement, le coût de la production et de la publication d'un rapport est estimé de 100 000 à 1 millions de dollars. Ces coûts sont relatifs à la collecte et à la mise en forme de l'information<sup>272</sup>. En conséquence, les pratiques actuelles conduisent certains dirigeants à réduire le champ du reporting à quelques expériences, en assimilant le coût du reporting à un investissement de communication. D'autres, affirment qu'ils veillent à la fiabilité des informations chiffrées mais qu'ils renoncent à leur publication si les systèmes d'informations sont insuffisants ou si le coût de leur mise en place est trop important.

Une des questions centrales soulevées par l'analyste ISR en agence, Jeanne, était le périmètre de l'information à produire par l'entreprise et à prendre en compte par les analystes ISR. Les chercheurs Capron et Quairel mettent aussi en avant cet enjeu du périmètre de l'exercice de production d'information extra-financière par les entreprises : « L'une des difficultés majeures de l'établissement d'un reporting est la définition de son périmètre, c'est à dire du choix des entités qui sont incluses dans les données chiffrées ou les actions décrites. [...] La question du périmètre de la publication d'un rapport environnemental et social fait écho à celle des frontières de l'entreprise : Le périmètre financier exclut des entreprises juridiquement indépendantes mais dont les activités sont économiquement sous le contrôle du groupe et qui peuvent avoir des impacts très négatifs en matière d'environnement ou dans le domaine social. Même si l'on accepte la définition financière du périmètre d'un groupe, les rapports actuels intègrent rarement l'intégralité des données environnementales et sociales des

---

<sup>272</sup> Ibidem

filiales pour des raisons objectives de disponibilité du système d'informations ou pour ne pas détériorer l'image donnée par certaines entités plus performantes au niveau environnemental ou social.<sup>273</sup> »

Deux problèmes sont ici posés : la prise en charge de la normalisation internationale de l'information extra-financière et la prise en charge de la certification de cette information. Sur le premier point, les organisations internationales du type OIT, OCDE, ONU, les organismes nationaux et internationaux de normalisation et les pouvoirs publics sont désignés par certains travaux comme les plus légitimes pour accompagner l'effort des entreprises. Sur le second point, les organismes pratiquant le métier de certificateur mais aussi les cabinets d'audit sont pressentis pour jouer ce rôle<sup>274</sup>.

En attendant que certains acteurs se décident à supporter le coût de l'élaboration de cette normalisation internationale de l'information extra-financière et de sa vérification, les agences d'analyse et de notation extra-financières, et dans une moindre mesure les sociétés de gestion qui construisent une offre ISR, sont, en première ligne, dans le traitement d'une information extra-financière discontinue et partiellement vérifiée. Les entretiens l'illustrent. Les analystes ISR en agences comme ceux qui exercent dans les sociétés de gestion consacrent une partie non négligeable de leur temps à tenter de procéder eux même à la standardisation et au croisement de cette information notamment grâce à l'appui sur les grilles d'analyse pré-établies par leur organisation ou construite par chaque société de gestion. Le croisement de l'information fait ici office de vérification.

*b) Notation et Analyse ISR: des métiers non réductibles à ceux de la notation et de l'analyse financière*

L'activité de notation et l'activité d'analyse attribuée respectivement dans le schéma sur le traitement de l'information financière aux agences de notation crédit et aux analystes financiers semblent être soumises à des frontières plus floues dans le cadre de l'information extra-financière. En effet, les agences de notation et certaines sociétés de gestion s'adonnent à priori à la fois à l'activité de notation et d'analyse extra-financières des entreprises alors que ces fonctions sont distinguées dans le schéma sur le traitement de l'information extra-financière.

---

<sup>273</sup> Ibidem

<sup>274</sup> Alberola, E, 2004, op.cit, p76-78

En premier lieu, il faut remarquer que ce schéma proposé pour l'analyse financière ne rend que partiellement compte des spécificités même du modèle du traitement de l'information financière. La complexité provient de la distinction qu'il est nécessaire de faire entre analyse financière sur le marché des entreprises cotées en Bourse se finançant par l'émission d'actions et analyse financière sur le marché de la dette (obligataire). Comme le remarque Louis, un des enquêtés, il s'agit en gestion d'actifs de deux spécialités distinctes de l'analyse financière. Les individus travaillant sur les actions sont appelés analystes financiers. Ils travaillent soit dans les sociétés de gestion du côté des investisseurs (analystes buy side) soit chez les courtiers (analystes sell side). Une même répartition est observée dans l'analyse sur les émissions obligataires mais avec un niveau supplémentaire de complexité. Comme cela a été décrit au chapitre II, les premiers à avoir produits de l'analyse sur le marché de dette ont été les agences de notation crédit dont les pionnières sont Moodys et Standards and Poors. Les analystes buy side en société de gestion comme les analystes sell side chez les courtiers utilisent ces différentes notations pour émettre leur propre opinion sur les émetteurs de papier obligataire.

La tentation est alors grande comme Louis d'assimiler l'activité des agences d'analyse de notation extra-financières à celle des agences de notation crédit. En effet, comme les agences de notation crédit, les agences d'analyse et de notation financière ont été les premières à se positionner sur une forme d'analyse en voie de structuration. Les analystes buy side et dans une encore très relative mesure les analystes sell side utilisent cette première source d'informations pour émettre leur propre opinion sur les entreprise.

Par ailleurs, de la même manière que les agences de notation crédit, les agences d'analyse et de notation extra-financières se sont structurées hors du champ de la gestion d'actifs. Les acteurs qui composent ces deux champs au départ ne sont pas issus des espaces traditionnels de la Finance. Les premiers analystes crédit au début du siècle sont des journalistes indépendants qui vendent leurs opinions sur la dette aux investisseurs particuliers et institutionnels sous forme d'abonnement. Les premiers analystes ISR sont des jeunes gens aux profils scolaires généralistes, parfois militants, employés par des organisations indépendantes financées par des investisseurs privés ou publics. Ces organisations fournissent de l'information extra-financière à des investisseurs sous la forme d'un abonnement. Il est alors en regard de ses similitudes possible d'envisager que les agences de notation extra-financière suivent la même évolution que les agences de notation crédit voire éventuellement intègrent ces structures en raison de leur similitude.

Pour les chercheurs ayant effectué des travaux sociologiques, économiques ou en gestion, le rapprochement de ces deux types de structure ne résiste pourtant pas à un examen plus approfondi. Pour Quairel et Capron<sup>275</sup> dont les arguments sont repris par Gond<sup>276</sup> et Alberola<sup>277</sup>, le point crucial de distinction est le type de notation effectuée par les acteurs de ces structures. Même si les agences d'analyse et de notation extra-financières paraissent parfois prendre pour modèle les agences de notation financière, la transposition de l'instrument « notation » du domaine financier au domaine extra-financier n'est pas si fluide que cela.

Les auteurs rappellent ici les caractéristiques de la notation financière. Née au dix-neuvième siècle, elle a pour but de formaliser une opinion indépendante sur la capacité d'un emprunteur à rembourser sa dette. L'attribution de la note se fait sur la base de diagnostics financier et stratégique, d'analyses sectorielles ou macroéconomiques ; elle relève d'une décision collégiale ; ce n'est ni un scoring, ni une moyenne, ni une recommandation d'achat ou de vente de titres. Les analystes répondent à une seule question : l'emprunteur pourra-t-il rembourser ?

Principalement destinée aux créanciers, la note est obligatoire pour certaines émissions, notamment aux Etats Unis et sur les marchés internationaux. Elle définit un niveau de risque pour l'investisseur et détermine le taux d'intérêt que l'émetteur supportera. Dans la plupart des cas, elle est sollicitée par l'entreprise notée en raison des pressions du marché ou de la loi. Elle repose alors sur les informations publiques mais aussi sur des informations privées, confiées aux analystes par les dirigeants ou des tiers. La diffusion de la note au public est systématique et continue.

Techniquement, la notation financière a une fonction claire, ciblée sur des utilisateurs et des critères bien définis, validables ex-post. Socialement, c'est un instrument largement prescripteur de conduite qui confère un pouvoir très important aux trois principales agences : Standard & Poor's, Moody's et Fitch en raison du caractère autoréférentiel de la prédiction de non remboursement. L'instrument, malgré quelques contestations<sup>278</sup> notamment sur le continent européen, est largement accepté ; il comporte une part irréductible de conventions et est intégré au sein des acteurs du marché. La notation financière est considérée comme un instrument entré dans sa phase de maturité.

---

<sup>275</sup> Capron, M, Quairel, F, 2004, op.cit, 224-226

<sup>276</sup> Gond, J-P, 2003, op.cit, p93

<sup>277</sup> Alberola, 2004, op.cit, p30-33

<sup>278</sup> Gerst, C, Groven, D, 2004, *To be or not to be, les agences de notation en question*, Edition Village Mondial.

En revanche, la notation extra-financière pour le compte des investisseurs n'est pas sollicitée par les entreprises, il s'agit en quelque sorte d'un rating sauvage même si l'entreprise est le plus souvent aujourd'hui au courant de sa réalisation.

La notation extra-financière porte sur un ensemble beaucoup plus large et flou que la notation financière. La note « financière » donne un avis à propos de l'émission d'une seule créance à un instant « T » avec une réévaluation de la note si nécessaire. La note extra-financière est censée refléter la qualité du comportement extra-financier d'une entreprise pour une fenêtre temporelle beaucoup plus ouverte.

Il existe aujourd'hui un consensus international sur les critères d'établissement de la notation financière qui sont aux mains de trois agences adoubées<sup>279</sup> par le gendarme de la Bourse américaine, la SEC. Sur la notation extra-financière, malgré un fil conducteur commun (les grands textes et conventions internationales), il existe autant de référentiels de notation que d'agences en exercice. La note, comme les propos de Louis sur les différences entre agences le démontrent bien, est une technologie invisible qui véhicule en partie les valeurs et les modèles de l'agence, ses représentations des attentes des parties prenantes ou de l'intérêt général. De plus, dans certaines sociétés de gestion comme l'explique Louis et Sabine, les analystes ISR ont pour fonction de travailler à nouveau ses différents systèmes de notation pour aboutir à un système de notation privée propre à chaque acteur de la gestion d'actifs. Les notations sont ainsi rarement utilisées comme telles par les sociétés de gestion et les analystes ISR buy side. Des choix de pondération différenciés de critères, de croisement des notations de différents fournisseurs d'information et des efforts d'appropriation de l'information par entretiens et par création de nouvelles grilles de lecture peuvent potentiellement amener à la production d'une notation différenciée.

Si les notations financières sont rendues publiques par les agences de notation crédit, cela n'est absolument pas le cas pour celles produites par les agences d'analyse et de notation extra-financières. Pour ces dernières, divulguer publiquement ces informations serait se priver d'une de leurs principales sources de revenus, c'est-à-dire les notations qu'elles vendent à ces investisseurs. Cette dernière remarque sur la qualification de la notation extra-financière nous amène à souligner un point mis en avant par Alberola sur la grande différence des modèles économiques en présence. Comme souligné dans les parties précédentes, le modèle économique des agences d'analyse et de notation extra-financières est présenté comme très

---

<sup>279</sup> Attribution du statut NSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*)

incertain en France et plus généralement en Europe. La notation indépendante ou déclarative n'est pas, en l'état actuel des choses, promise à un avenir radieux, selon les acteurs du champ. Il est nécessaire pour ces organisations, faute d'investisseur prêt à s'engager financièrement, de trouver des solutions permettant d'assurer leur rentabilité économique. Les orientations les plus fréquentes sont la diversification de l'activité : notation sollicitée, élargissement de la couverture de la notation indépendante mais aussi des projets de conquête du « mainstream » grâce à la démonstration de la plus-value financière de ces approches.

Les agences de notation crédit sont éloignées de ces préoccupations. Comme cela est décrit au chapitre II, elles sont progressivement devenues des véritables passeports pour les marchés de capitaux, ce qui leur assure des rentes économiques non négligeables. L'importance accordée à leur notation sur les émissions obligataires a été confortée par deux types de dispositions institutionnelles. Les émetteurs qui souhaitent voir leurs titres admis sur les marchés boursiers doivent se soumettre à une procédure de notation assurée par une agence référencée NSRO. Les gérants d'actifs sont souvent contraints d'allouer les fonds qui leur sont confiés en choisissant seulement les titres ayant faits l'objet d'une notation réalisée par une agence reconnue.

En revanche, aujourd'hui aucun émetteur n'a besoin d'une notation extra-financière pour accéder aux marchés des capitaux. Les entreprises, le marché le plus lucratif, n'ont donc pas de véritables incitations économiques pour solliciter des notations extra-financières. Aucun gérant ne doit se soumettre à ces notations à part s'il souhaite s'en servir pour construire sa propre offre ISR. De plus certains gérants d'actifs ISR, profil que nous n'avons pas dans notre panel d'enquêtés, créent leur propre recherche extra-financière en interne et ne font pas appel aux compétences des agences d'analyse et de notation extra-financières.

Même si les agences de notation crédit s'intéressent aujourd'hui à la marge à l'approche extra-financière par le biais du critère gouvernement d'entreprise et si les agences d'analyse et de notation extra-financières peuvent être tentées de capter leur légitimité sur les marchés financiers par rapprochement sémantique et de se rapprocher de leur confortable modèle économique par le choix de faire de la notation sollicitée, il semble difficile aujourd'hui, malgré quelques similitudes, d'assimiler pleinement l'activité de notation crédit se déployant dans le champ de la gestion d'actifs obligataire à celle de l'activité d'analyse et de notation extra-financières qui s'est d'abord déployé sur les marchés des titres actions.

Cette dernière, au fond, a donc plus à voir peut-être avec l'avant dernier maillon de la chaîne du traitement de l'information financière, l'analyse financière consacrée elle aussi aux



marchés actions dont la mission est d'émettre des opinions sur les entreprises pour assurer aux investisseurs les meilleurs rendements financiers. Toutefois comme l'illustrent les entretiens, la situation sur l'analyse extra-financière est loin d'être assimilable à celle régnant globalement sur l'analyse financière et la gestion d'actifs. Les divergences sont à la fois organisationnelles et structurelles.

Sur l'analyse financière, les sociétés de gestion, dotées ou non d'analystes financiers buy side, ont recours au service des courtiers pour obtenir des travaux de recherche en analyse fondamentale réalisés par les analystes sell side. Ce service comme nous l'avons déjà souligné n'est pas rémunéré de façon directe.

Ce modèle n'a pas toujours été en vigueur. Avant les années 1980, il existait des cabinets de recherche indépendants. Certaines dispositions institutionnelles <sup>280</sup>prises par le législateur américain ont fait basculer le modèle de l'analyse financière d'un modèle payant à un modèle où celle-ci n'est jamais rémunérée directement mais par les frais de courtage. Ces dispositions entraînent l'absorption des organisations de recherche indépendante par les courtiers, les banques d'investissement et autres groupe bancaire. La fin du Glass Steagall Act dans les années 1990 accentue encore cette situation par le mouvement de concentration des acteurs de la Finance aux Etats-Unis. L'Europe connaît la même évolution.

L'analyse extra-financière, comme nous l'avons déjà souligné, fait aujourd'hui l'objet d'une rémunération directe versée aux agences d'analyse et de notation extra-financières par les sociétés de gestion d'actifs. Pour les acteurs des sociétés de gestion, habitués à ce que le coût de la recherche ne soit pas apparent, cet état de fait rend difficile l'assimilation des agences d'analyse et de notation extra-financières à leurs interlocuteurs principaux en analyse financière, les courtiers et autres banques d'investissement. Le coût de la recherche est un point central de différenciation. Il conditionne fortement le type de relations qui lient les sociétés de gestion aux courtiers et aux agences. Les agences, lorsqu'elles ont vendu un abonnement à leur produit de recherche entrent dans une relation contractuelle avec les acteurs de la gestion d'actifs. Les courtiers, rémunérés sur les frais de commission de courtage doivent être à même de rendre, à tous les instants, le meilleur service possible aux

---

<sup>280</sup> En 1975, la SEC, l'agence fédérale, créée après la crise boursière de 1929 pour surveiller les acteurs des marchés financiers, décide dans une optique de dérégulation de mettre fin à l'usage des commissions fixes en vigueur dans l'activité de courtage qui finançait jusque là le coût de l'analyse. Cette décision a pour conséquence la mise en concurrence très forte des activités de courtage qui bénéficie essentiellement aux grandes maisons. Ces dernières rachètent les sociétés de recherche indépendante avec la volonté croissante de chercher des voies de retour sur investissement pour l'analyse puisque la recherche n'est plus facturée comme telle aux investisseurs. Voir Chapitre II.

sociétés de gestion. Ce service englobe la capacité des courtiers à offrir la recherche la plus adaptée à un instant T aux besoins des analystes financiers buy side ou des gérants d'actifs.

La fracture se joue aussi dans le positionnement de chacun de ces acteurs par rapport aux acteurs de la Finance. Pour Louis et Sabine, les deux analystes buy side, les courtiers sont plus proches de leurs besoins car ils sont, aussi, comme les sociétés de gestion, en contact et au service de grands investisseurs institutionnels. Les agences d'analyse et de notation extra-financières, elles, ont comme principal interlocuteur chez les acteurs de la Finance, les équipes des sociétés de gestion impliquées dans la construction d'une offre des produits financiers ISR à destination de leurs clientèles de particulier et d'institutionnels.

Les différences sont aussi structurelles. Pour les acteurs interrogés lors des entretiens et côtoyés dans le cadre de l'observation participante, la recherche produite actuellement par les agences d'analyse et de notation extra-financières n'est pas comparable à celle produite par un analyste financier (actions) buy side et sell side. L'objectif de l'analyste financier est de donner à partir de l'évaluation de l'évolution future des fonds propres et de la valeur de l'entreprise une recommandation à l'achat, à la vente ou au statut quo sur les actions émises par cette entreprise. Les analystes financiers travaillent notamment sur le niveau de marge bénéficiaire, la croissance des investissements fait par l'entreprise et le risque de marché de la valeur étudiée<sup>281</sup> pour émettre leur recommandations sur l'évolution future de la santé boursière de l'entreprise à court, moyen et long terme. Le traitement des résultats de l'enquête par questionnaire et par entretien démontre que le travail des analystes ISR est assez éloigné de cette pratique. Ces derniers et les organisations qui les embauchent proposent une évaluation des comportements en matière sociale et environnementale à un instant T mais ne peuvent réellement produire des prévisions sur l'impact de cette photographie donnée sur le comportement boursier futur de la valeur.

Du point de vue des acteurs du traitement de l'information financière, le véritable enjeu pour l'analyse financière serait alors d'intégrer l'information extra-financière stratégique qui serait susceptible de modifier, sur un horizon déterminé, les comptes financiers<sup>282</sup>. Toutefois en l'état actuel des choses, les observateurs s'accordent à penser que les analystes financiers ne possèdent ni les outils, les normes et les habitudes pour faire en sorte que

---

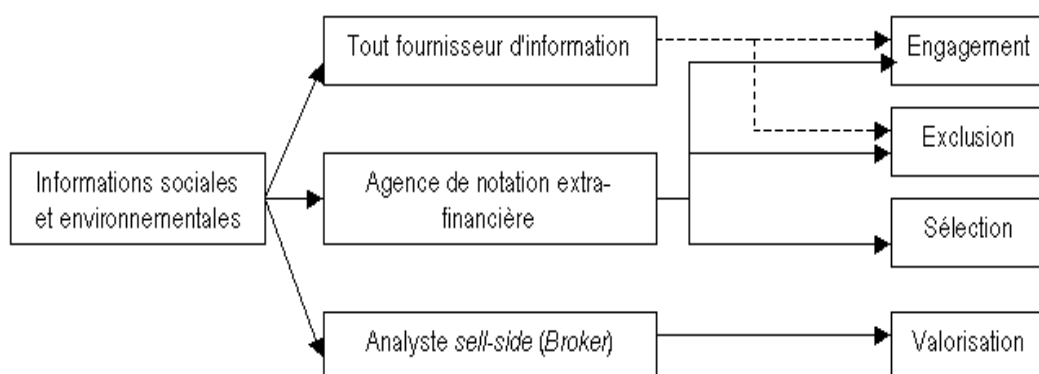
<sup>281</sup> Groupe de travail SFAF, 2004, « Analyse financière et développement durable, développement durable, mode ou mouvement de fonds », Analyse Financière, la Revue de la société française des analystes financiers, janvier 2004, numéro 10, édition AGEFI.

<sup>282</sup> Groupe de travail de l'ORSE, 10 septembre 2004, « La chaîne de traitement de l'information : quels modèles économiques pour les acteurs ? » Intervention du directeur de la recherche ISR chez CM-CIC Securities (courtier)

l'intégration de l'information extra-financière constitue une méthode alternative par rapport aux normes traditionnelles de gestion<sup>283</sup>. Il y a aujourd'hui un important travail de traduction à réaliser pour faire entrer l'analyse extra-financière dans les standards de la valorisation des titres adoptés aujourd'hui par l'analyse financière.

Un des enjeux principaux qui agitent les acteurs impliqués dans la production de cette recherche extra-financière est de déterminer qui va devenir le traducteur privilégié entre ces deux formes d'analyses. Les sociétés de gestion, même si certaines commencent à être dotées de compétences internes d'analyse extra-financière et revendiquent leur expertise sur la question, ne semblent pas dans leur majorité prêtes à faire l'investissement humain et financier qui leur permettrait de faire l'effort de recherche permettant de faire la jonction entre analyse financière et analyse extra-financière. Elles laissent pour le moment la place aux agences d'analyse et de notation extra-financières et aux courtiers à qui elles font depuis 2004 des signaux clairs pour qu'ils s'investissent dans la recherche ISR.

Certains de ces brokers ont ainsi rapidement fait le choix de s'auto-désigner comme les seuls acteurs réellement capables d'opérer ce travail de traduction, les agences d'analyse et de notation extra-financières étant invalidées dans ce rôle comme le suggère le graphique suivant présenté dans ses interventions par le directeur de la recherche ISR de CM-SIC Securities<sup>284</sup> :



Intégration de l'information extra-financière dans le processus de décision d'investissement, source : Alberola 2004, d'après CM-CIC Securities [2004]

<sup>283</sup> Groupe de travail de l'ORSE, 10 septembre 2004, « La chaîne de traitement de l'information : quels modèles économiques pour les acteurs ? » Intervention du directeur de la recherche chez EXANE BNP PARIBAS (courtier)

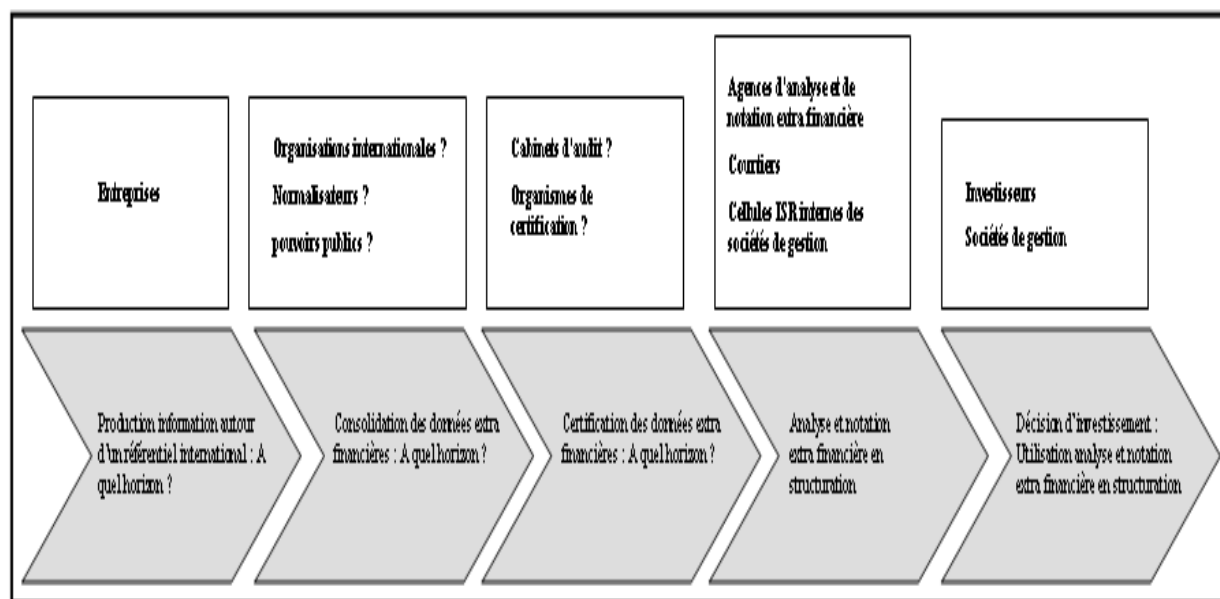
<sup>284</sup> Courtier français qui s'est clairement positionnée depuis 2004 sur la recherche extra-financière après l'embauche de deux analystes ISR ayant exercé des fonctions d'analystes et de responsable de la recherche dans des agences d'analyse et de notation extra-financière

Pour ce courtier, les agences d'analyse et de notation extra-financières ne peuvent fournir aux investisseurs qu'une recherche leur permettant d'exclure ou d'inclure certains titres d'entreprises dans leurs portefeuilles financiers. Par conséquent leur clientèle se cantonne obligatoirement à celle des investisseurs socialement responsables soit à la niche ISR. Les courtiers, seuls, peuvent réellement atteindre la totalité de la gestion d'actifs car ils auraient seuls les compétences internes financières à même de mesurer l'impact des critères extra-financiers sur la méthode de valorisation des titres utilisés en analyse financière.

Les directions des grandes agences d'analyse et de notation extra-financières ne l'entendent pas forcément de cette oreille. En Europe et aux Etats-Unis, les plus importantes, fortes de leurs moyens humains et des compétences internes construites progressivement sur l'analyse extra-financière, commencent à se positionner sur ce volet de la traduction entre analyse extra-financière et analyse financière. Devenir légitime sur ce champ de la traduction peut, selon l'opinion commune partagée sur le champ de l'ISR, leur ouvrir les portes de la totalité du champ de la gestion d'actifs. Leur principale force est leur base de données d'information extra-financière. Leur faiblesse pointée par les acteurs de l'ISR interrogés et observés : le manque de moyens financiers et la fragilité de leur connaissance en analyse financière et sur les marchés financiers. Les courtiers présentent eux des faiblesses similaires aux sociétés de gestion. Chez ces courtiers, un nombre encore réduit d'individus travaille sur ces thématiques extra-financières, encore acceptées à la marge. Si le critère gouvernement d'entreprise, le plus proche des préoccupations des analystes financiers semble en voie d'intégration, les critères sociaux et environnementaux sont observés avec beaucoup plus de circonspection.

Il est difficile aujourd'hui de définir si les métiers de l'analyse extra-financière, encore largement en voie de construction vont être en totalité ou en partie absorbés par les métiers de l'analyse financière. Il est aussi peu aisé de déterminer qui des agences d'analyse et de notation extra financières et des courtiers vont se positionner en maître sur ce marché de la recherche extra-financière dont les contours sont encore largement indéterminés. Va-t-on assister à une véritable bataille rangée ou au contraire à des tentatives de partenariats et de fusion ? Quel rôle vont jouer les investisseurs professionnels, qu'ils s'agissent des sociétés de gestion ou d'autres investisseurs dans la détermination de la forme finale que doit prendre la recherche extra-financière ? Par ailleurs, en amont, qui assumera la responsabilité politique et la charge financière de doter l'information extra-financière de dispositifs de vérification et de certification, sans qui lesquels peut-être, l'articulation entre critères extra-financier et

performance financière ne pourra pas être faite ? De nombreuses questions restent ici encore en suspens que le schéma suivant synthétise :



Graphique synthèse : Les chaînons manquants de la chaîne de l'information extra-financière

**B) Penser le traitement de l'information extra-financière à partir de celui de l'information financière : un exercice aux postulats implicites marqués**

Il faut cependant finalement souligner que cette interrogation sur la place de la recherche extra-financière dans les espaces de la Finance est une question plus vivace en France et sur le continent européen qu'aux Etats-Unis.

Elle repose sur le postulat sous jacent que l'approche extra-financière fondée sur le concept du développement durable peut être le vecteur d'une réforme de l'industrie financière. Certains acteurs de la Finance estiment que l'enjeu principal de l'innovation, que représente la création d'une information extra-financière, serait de contribuer au rétablissement d'un mode de fonctionnement de l'économie de marché et des marchés de capitaux plus sécurisé. Fonder les prises de décisions d'investissement sur des critères purement financiers comme les marchés financiers le font depuis des décennies ne paraît plus à certains professionnels de la Finance suffisant pour éviter des crises comme *Enron* ou *Parmalat* et pour atténuer les tendances court-termistes à l'œuvre aujourd'hui dans l'ensemble des décisions des acteurs de la finance<sup>285</sup>.

<sup>285</sup> Alberola, 2004, op.cit, p33

Dans la même lignée, un rapport rédigé par un cabinet de conseil anglais<sup>286</sup> a pour objectif de démontrer que les approches extra-financières ne pourront triompher dans la gestion d'actifs financiers que si la mesure de la performance à court terme adoptée par les acteurs de la Finance est assouplie voire se voit substituer des approches de long terme. Ce changement nécessite alors des véritables transformations du comportement des acteurs financiers et en premier lieu des investisseurs institutionnels qui prennent au bout de la chaîne les décisions d'investissement. Cette croyance en la capacité réformatrice des approches extra-financières sur la Finance repose elle-même sur la croyance que la prise en compte de critères extra-financiers pourrait être vecteur de plus-value financière ajoutée sur le long terme.

Or, l'ensemble de ces postulats qui comportent une partie de croyance et d'idéologie ne font pas l'objet d'un consensus partagé par l'ensemble des acteurs impliqués dans la production d'une recherche extra-financière. La réaction publique de Peter Kinder, un des fondateurs de la première agence d'analyse et de notation financière, KLD aux Etats-Unis à un rapport publié sur les agences d'analyse et de notation extra-financières par une fondation suédoise de recherche sur l'environnement *Mistra* va nous permettre d'analyser ses divergences.

## **2) Des valeurs pour faire de l'argent ou de l'argent pour défendre des valeurs?**

### **A) Le Rapport Mistra 2004 : Des valeurs pour de l'argent**

Mistra est une fondation suédoise pour la recherche environnementale. Elle se concentre sur le soutien d'une recherche environnementale dont la vocation est de résoudre les problèmes environnementaux et contribuer au développement d'une société durable. Créée par le gouvernement suédois en 1994, elle est dotée d'un budget annuel de 26 millions d'euros.

Parmi ces nombreux travaux, la fondation s'intéresse à l'activité des agences d'analyse et de notation extra-financières pour deux raisons officielles. Ses membres estiment que la communauté financière, par son activité, a un impact potentiel sur l'environnement

---

<sup>286</sup> Merme, M, Samans R, Zadek S, 2005, *Mainstreaming responsible investment*, Rapport World Economic Forum in partnership with Accountability. Les deux principaux auteurs (Merme et Zadeck) font partie du cabinet de conseil anglais Accountability. Ce cabinet est une organisation non lucrative implantée à Londres et spécialisée sur la recherche sur la RSE et le développement durable. Ce cabinet est aussi l'instigateur d'un standard privé AA8000 sur les comportements sociaux et environnementaux des entreprises.

naturel. Par ailleurs, la fondation possède ses propres actifs financiers qu'elle désire faire gérer de manière responsable. Développer une activité de recherche sur ces agences est un moyen de participer à l'évolution de cette recherche. A la différence des travaux de l'ORSE qui se positionnent sur une approche neutre et descriptive de l'activité des agences<sup>287</sup>, Mistra et ses partenaires ont toujours privilégié une approche plus normative de la recherche sur cette question. Il s'agit à la fois de décrire ce qui est mais aussi de suggérer ce qui devrait être.

Dans une première version en 2001<sup>288</sup>, la fondation Mistra secondée par deux cabinets cabinets de conseil, un suédois (*Miljöeko AB*) et un anglo-saxon (*Sustainability*) propose une évaluation portant sur la qualité des produits et des services existant au plan international dans le domaine de l'ISR. L'ambition de cette enquête est de faire une sélection des meilleures pratiques existantes en se fondant sur six critères<sup>289</sup> censés définir ce qu'est une bonne pratique en ISR. L'étude distingue les sociétés de gestion avec analyse extra-financière interne et les agences d'analyse et de notation extra-financières indépendantes.

Le rapport publié en 2004<sup>290</sup> en partenariat avec deux cabinets de conseil *Accountability* et *OnValues* reprend l'option de distinguer les agences ayant les meilleures pratiques<sup>291</sup> mais en circonscrivant l'analyse aux seules agences dites indépendantes et en révisant quasi totalement le contenu des critères. Le rapport se distingue, par ailleurs, par l'introduction de la notion de « matérialité ». Ce concept est le pivot de la démonstration des auteurs sur le diagnostic d'évolution de l'activité de recherche des agences.

Le caractère matériel d'une information extra-financière est défini par les auteurs comme quelque chose qui amène une personne ayant connaissance de cette information à prendre une décision différente de celle qu'elle aurait prise en n'ayant accès qu'aux données financières. Les informations extra-financières matérielles sont toutes celles qui permettraient aux investisseurs de prendre des décisions à la plus value financière positive. La recherche du lien entre plus value financière positive et critères extra-financiers est présentée, dès lors, par

<sup>287</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2002, op.cit, p33

<sup>288</sup> Rapport Mistra, 2002, « Screening of screening companies, janvier 2002

<sup>289</sup> Ces six critères sont 1) Avoir une approche des résultats en trois volets : économique social et environnemental, 2) Donner la priorité aux meilleurs de la classe et aux pionniers 3) Evaluer les opportunités de développement durable et les risques associées 4) Construire un modèle de sélection intelligent alliant les analyses qualitatives et quantitatives 5) Avoir une équipe de recherche compétente 6) Etre ouvert et transparent.

<sup>290</sup> Rapport Mistra, 2004, « Values for Money, Reviewing the quality of SRI Research », janvier 2004

<sup>291</sup> Les critères d'évaluation changent par rapport à ceux de 2001 : 1) Méthodologie de recherche utilisée (prime à ceux qui travaillent sur le lien entre critères extra-financiers et performance financière ; 2) Qualité des informations collectés ; 3) Audit des organisations managériales et des résultats de l'analyse ; 4) Qualité de l'équipe de recherche ; 4) Largeur de la couverture d'analyse et qualité du service aux clients, 5) Transparence et gouvernance

les auteurs comme une véritable « quête du Saint Graal » pour les agences d'analyse et de notation extra-financières. Tant et si bien que sur le critère « Méthodologie de recherche », les seules agences distinguées sont celles qui développent une réflexion sur ce lien.

Pour les auteurs, la réussite de cette quête est une des conditions sine qua non de l'entrée dans une seconde phase de développement pour les agences d'analyse et de notation extra-financières. Cette seconde phase d'évolution est identifiée à l'intégration dans l'analyse financière dite « mainstream ». Les agences sont décrites comme ayant certains avantages pour réussir ce pari. Elles pourraient bénéficier conjointement de l'érosion de la confiance de certains investisseurs institutionnels dans les compétences de l'analyse financière classique suite aux multiples scandales financiers des dernières années et de leur volonté de confier l'analyse à des organisations véritablement indépendantes et d'intégrer les questions sociales et environnementales dans l'analyse financière classique.

Mais pour les auteurs, elles subissent aussi de nombreux désavantages. Les contraintes compétitives sont fortes. Les agences pour survivre et s'imposer face à leurs concurrents ont tendance à baisser le prix de leurs prestations. De nouveaux concurrents, les courtiers sont en train d'arriver sur le marché et ont des moyens financiers beaucoup plus conséquents pour véritablement casser le prix de la recherche extra-financière. Les agences, en raison de la faiblesse de leurs moyens financiers, ne sont pas à même de véritablement répondre aux exigences toujours plus pointues des investisseurs institutionnels.

C'est pourquoi les auteurs leur recommandent, face à la montée des thèmes extra-financiers, de se doter de véritables capacités d'expertise financières et stratégiques leur permettant d'identifier les questions sociales et environnementales qui seraient des vecteurs de valeur ajoutée financière. Les agences ont besoin, avant tout, pour les auteurs, d'une augmentation de capital pour investir dans du personnel, de la méthode et des outils et d'une véritable intégration de l'expertise extra financière à une expertise financière pour arriver à développer les outils de mesure permettant de déterminer la corrélation « positive » entre certains critères sociétaux et la performance financière. Les investisseurs institutionnels et particuliers sont donc appelés à financer les agences afin qu'elles puissent développer une recherche de seconde génération dotée d'un modèle économique plus durable. Les auteurs s'inquiètent cependant de l'arrivée des courtiers présentés comme des véritables concurrents directs sur cette quête de la matérialité. Encore peu structurés sur la recherche extra-financière, ils sont présentés comme ayant des avantages indéniable dans la partie. Ayant accès à une recherche souvent de haute qualité en analyse financière, ils seraient à même de rapidement définir en interne quels critères ISR pourraient avoir un réel impact sur la valeur



financière de l'entreprise. Leur accès à une clientèle élargie et le soutien économique de leur organisation peut aussi leur donner la possibilité de brader les informations extra-financières. Il existe cependant chez les brokers, selon les auteurs un manque de transparence sur les voies actuelles de recherche et d'analyse de l'information ISR

### **B) La réaction d'un des pionniers de l'ISR américain: le Rapport Valeurs et Argent**<sup>292</sup>

Si le rapport Mistra est accueilli de manière positive sur le continent européen, il soulève une polémique<sup>293</sup> dans le champ de la recherche extra-financière aux Etats-Unis. Peter Kinder, un des fondateurs de la première agence d'analyse et de notation indépendante extra financières avec Amy Domini et Steve Lindenberg écrit en réaction un rapport d'une vingtaine de page mis en ligne sur le site Internet de KLD pour expliquer pourquoi il est en profond désaccord avec l'analyse proposée par le rapport Mistra. Pour étayer ce désaccord, il décrit avec précision les fondements et l'évolution de la recherche extra-financière aux Etats-Unis. Les arguments invoqués ici permettent de renforcer la thèse que nous avons développée dans nos précédents travaux. Les rôles différenciés de l'offre et de la demande dans la constitution des marchés de l'ISR en France (voire en Europe) et aux Etats-Unis en modèlent profondément les contours, les perspectives, les enjeux et leur compréhension par les acteurs du champ.

Le principal point de désaccord que met en avant Peter Kinder est sur l'introduction du concept de matérialité et de l'ensemble des distorsions intellectuelles qu'il comporte. Il le juge comme un concept ne reposant sur aucun travail académique sérieux. Il estime à la fois dangereux et erroné de faire de la quête de cette matérialité une quête du Saint Graal pour les agences d'analyse et de notation extra-financières.

Elle peut être dangereuse, car comme le Roi Arthur et ses chevaliers qui délaissent lors de la quête du Saint Graal, les affaires de l'Etat et le peuple, les acteurs de la recherche extra-financière pourrait par cette quête obsessionnelle du lien entre critères extra-financiers et plus value financière en oublier certains aspects autrement plus cruciaux de la démarche ISR. L'affirmation de la nécessité de cette quête lui apparaît, par ailleurs, erroné car elle réduit la recherche extra-financière à une frange très réduite de son activité. Peter Kinder

---

<sup>292</sup> Kinder, P.D, 2004, *Values and Money, a research practitioner's perspective on Values for Money*, KLD Research and Analytics.

<sup>293</sup> Baue, W, "Report on SRI Research Organizations Characterized as Valuable But Also Controversial", <http://www.socialfunds.com>

reproche alors aux auteurs du rapport de ne pas situer leur point de vue dans un espace historique, géographique et culturel. Il exécute alors lui-même cet exercice pour démontrer pourquoi le concept de matérialité et la manière dont il est utilisé lui paraissent peu pertinents pour interpréter la situation de l'analyse et de la recherche extra-financière aux Etats-Unis.

L'auteur rappelle alors ici les racines modernes de l'ISR aux Etats-Unis pour illustrer le caractère réducteur de cette approche. L'ISR émerge dans les années 1960 de deux types de motivations. D'un côté, les préoccupations politiques sur les droits civiques entraînent certains activistes américains à inventer la pratique de l'activisme actionnarial dans l'objectif revendiqué d'influencer le comportement des entreprises et de changer le monde<sup>294</sup>. De l'autre, certains investisseurs émettent un souci de plus en plus structuré de relier leurs pratiques investissements à leurs valeurs personnelles. La pratique du filtrage se met en place. Pour l'auteur, ces deux impulsions donnent et continuent de donner forme au champ de l'ISR aux Etats-Unis et d'attirer investisseurs et parties prenantes autour de cette pratique et cette philosophie.

Deux lignes de travail pour les premières organisations qui se positionnent sur ce créneau se dégagent. A partir du milieu des années 1970, on voit les premiers rapports sur l'exercice du droit de vote rédigé par l'IRRC<sup>295</sup>. Au milieu des années 80, la première newsletter *Insight* consacrée à l'analyse des critères extra-financiers, publié par Franklin Research et Development (aujourd'hui Trillium Asset Management) paraît. L'objectif qui se dessine alors sur cette dimension est de récolter de l'information sur les comportements sociaux et environnementaux des entreprises pour répondre aux besoins des investisseurs et des parties prenantes soucieuses d'avoir des renseignements sur une question sociale et environnementale bien précise ou encore d'avoir une idée globale de la culture de l'entreprise et de sa qualité de management.

La recherche extra-financière aux Etats-Unis selon l'auteur se déploie actuellement de manière aussi conséquente sur le versant de l'exercice du droit de vote et de l'activisme actionnarial que sur celui de l'analyse extra-financière qui permet les pratiques de filtrage. Peter Kinder souligne alors qu'il n'est jamais question dans le rapport de la fondation Mistra de cette activité de recherche au profit du déploiement de l'activisme actionnarial alors qu'elle est fondamentale aux Etats-Unis. Il suggère alors ici que si cette dimension n'est pas prise en compte, c'est peut-être qu'elle est peu compatible avec la quête de la matérialité. En

---

<sup>294</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2004, op.cit. Dans cet article, les origines historiques de l'ISR américain sont analysées.

<sup>295</sup> Fondé en 1972, l'IRRC est un centre de recherche spécialisé sur le gouvernement d'entreprise et la responsabilité sociale.

effet, la question de la performance financière n'est pas centrale dans la pratique de l'activisme actionnarial. L'objectif est, plus, alors pour les investisseurs, par la prise de parole, de changer le monde en changeant le comportement des entreprises. Il s'interroge alors sur le choix fait par les auteurs du rapport Mistra de ne traiter que d'un pan très réduit de la recherche extra-financière c'est-à-dire l'activité des agences d'analyse et de notation extra-financières proposant des produits aux investisseurs leur permettant de filtrer les entreprises dans leur portefeuille avec une prime pour celles d'entre elles qui souhaitent jouer un rôle stratégique dans le processus d'investissement.

Les interrogations de Peter Kinder sur les motivations des auteurs du rapport Mistra, mérite d'être éclairées par quelques détails sur la réalité des pratiques de l'activisme actionnarial en France et en Europe. Comme nous l'avons souligné dans le chapitre I et dans nos précédents travaux, si les pratiques de sélection extra-financière amorcées aux Etats-Unis ont été les objets d'une véritable appropriation créatrice par les acteurs de l'ISR européen et français, les pratiques d'activisme actionnarial n'ont pas connu le même sort<sup>296</sup>. Sur la dimension du gouvernement d'entreprise, elles sont encore timides. Sur les dimensions sociales et environnementales, elles sont quasi inexistantes. Même si certaines dispositions législatives récentes et certains acteurs européens de la gestion d'actifs commencent à se positionner sur cette question de l'activisme actionnarial, elle échappe en grande partie au cœur d'activité des agences d'analyse et de notation extra-financières. Proxinvest, pour la France, PIRC pour le Royaume-Uni, Deminor pour l'Europe et ISS pour le monde, qui offrent de la recherche sur l'exercice du droit de vote, sont considérées certes comme des actrices du champ de l'ISR mais avec des positions beaucoup moins centrales que leur consœurs Vigeo, Eiris, Core Ratings proposant leurs services aux investisseurs pratiquant la sélection extra-financière. Il est donc plus aisé en Europe qu'aux Etats-Unis de mettre de côté intellectuellement une recherche extra-financière destinée à soutenir des pratiques encore très balbutiantes.

Peter Kinder revient finalement sur cet autre versant de la recherche extra-financière, celui qui permet de procéder à la sélection des entreprises selon des critères extra-financiers. Il rappelle que la préoccupation de la performance n'est pas étrangère aux acteurs de la recherche extra-financière aux Etats-Unis. Ils sont nombreux dans les années 1980 à avoir dépensé beaucoup d'énergie à démontrer que l'investissement socialement responsable n'était

---

<sup>296</sup> Giamporcaro-Saunière, 2002, op.cit

pas vecteur de sous-performance comme le véhiculait alors les idées reçues. Cet effort se traduit notamment par la création d'indices boursiers composés de valeurs dont la sélection est soumise à des principes extra-financiers. Ceux-ci permettent de démontrer que les approches socialement responsables n'ont pas d'incidences directes sur le prix de l'action et n'ont pas de conséquence négative sur la performance. Il est donc possible de faire cohabiter harmonieusement valeurs et placements financiers sans être en contradiction avec l'objectif principal officiel des acteurs de la Finance et de l'Economie : le rendement financier. Toutefois, l'introduction de la quête de la matérialité implique un raisonnement beaucoup plus pernicieux pour Peter Kinder. La croyance des acteurs impliqués ne porte plus sur la possibilité du compromis entre l'argent et les valeurs mais sur la capacité des valeurs à se transformer en valeur ajoutée financière comme le suggère explicitement le titre : « Values for Money ». Pour Peter Kinder, ce titre suggère l'idée que l'ISR semble une idée tellement bonne pour les auteurs du rapport Mistra qu'il leur est impossible de ne pas croire à son impact financier positif. Or selon Peter Kinder, et nous pouvons ici affirmer qu'il a raison, aucun consensus académique international ne permet aujourd'hui d'étayer objectivement et scientifiquement cette affirmation<sup>297</sup> de la sur-performance de la prise en compte des critères extra-financiers dans les décisions d'investissements. Les démarches de recherche doivent être encore approfondies pour pouvoir un jour affirmer quelque chose de sûr et certain en la matière.

L'auteur récusé aussi l'affirmation du rapport Mistra 2004 qui consiste à justifier cette quête de la matérialité par l'intérêt identifié comme majeur des investisseurs institutionnels pour la démonstration de la plus value financière des approches extra-financières. Il lui semble qu'aux Etats-Unis, les investisseurs institutionnels et particuliers qui vont vers l'ISR ont d'autres préoccupations premières que celle de la sur performance financière. Ils s'intéressent notamment à ces approches car ils souhaitent respecter certains principes dans leur choix d'investissement ou encore veulent prendre en compte le point de vue de l'ensemble des parties prenantes des entreprises. C'est pourquoi aux Etats-Unis, les agences d'analyse et de notation extra-financières pour répondre à cette demande, se sont soit centrées sur une recherche multi-critères très larges (KLD, MJRA) ou sur un domaine très précis. Elles sont alors des spécialistes d'un champ délimité. Une seule agence sur le continent nord américain *Innovest* est véritablement positionnée sur le créneau de l'intégration des critères extra-financiers dans les décisions d'investissements.

---

<sup>297</sup> Nous reviendrons plus en avant sur ce point dans le chapitre V.

Il n'est pas anodin ici qu'Innovest soit l'agence originaire du continent nord américain la plus pro-active dans sa volonté d'implantation et d'expansion en Europe. Les propos de Peter Kinder nous ramènent aux différences structurelles fortes entre le marché américain et le marché français voire européen de l'ISR. L'offre ISR aux Etats-Unis et par conséquent la recherche extra-financière aux Etats-Unis s'est construite sur une demande d'investisseurs aux convictions religieuses, morales et politiques affirmées, soucieux de mettre en adéquation leurs valeurs avec leurs portefeuille d'investissement voire pour les plus engagées de changer le monde en utilisant ce levier de l'ISR. Si le souci de la performance financière des investissements et des entreprises n'est pas traité à la légère, les acteurs de la recherche extra-financière sont essentiellement tournés vers les exigences morales et militantes de ces investisseurs institutionnels aux portefeuilles financiers dont le poids est souvent non négligeable.

En France, la recherche extra-financière n'est pas née de la nécessité de répondre aux besoins d'investisseurs particuliers et institutionnels aux exigences structurées, mais d'un travail de conviction ciblé auprès des acteurs professionnels de la gestion d'actifs. Ces derniers, en l'absence d'une demande identifiée et structurée des investisseurs institutionnels et encore moins des particuliers<sup>298</sup> ont exprimé, avant tout, leurs besoins de professionnels de la Finance aux premiers promoteurs de la recherche extra-financière. Une agence comme ARESE a même parfois devancé leurs exigences pour obtenir plus rapidement leur ralliement à cette nouvelle démarche.

Les contours de la recherche extra-financière en France sont majoritairement influencés par les exigences des structures de gestion d'actifs. De plus, dans ces structures, ce sont plus les pôles de l'analyse financière et de la gestion d'actifs que ceux du marketing et des relations clientèles qui ont été à la base de la création des produits financiers ISR reposant sur la recherche extra-financière produite par les agences. Ces analystes financiers, ces gérants d'actifs ont exprimé aux agences des besoins de techniciens de la Finance détachés de préoccupations morales et politiques portées par l'ISR américain. Les sociétés de gestion les employant ne s'estiment pas habilitées, à part si leur clientèle l'exige explicitement, à se positionner sur des convictions religieuses, morales ou politiques. Leur seul mandat officiel est d'assurer une performance financière à leur clientèle. Les acteurs de ces sociétés de gestion, ont alors tendance mécaniquement, dans leur grande majorité, à appliquer cette préoccupation à la recherche extra-financière qui n'est pas alors considérée comme un outil

---

<sup>298</sup> Le chapitre VII sera consacré plus spécifiquement à cette question des clientèles des investisseurs institutionnels et particuliers.

au service de prise de positions morales, religieuses ou politiques mais plutôt comme une nouvelle technique de gestion d'actifs. Pour les plus optimistes, cette nouvelle technique de gestion pourrait à terme si elle prouve son efficacité financière reconfigurer la donne sur l'ensemble de la gestion d'actifs. Les professionnels de la gestion d'actifs française s'approprient donc les pratiques de l'ISR « made in USA » à partir de leur positionnement particulier qui consiste à proposer une offre de produits ISR à une demande aux exigences encore peu établies.

Celle-ci est cependant en train de se structurer en France et un peu partout en Europe. Toutefois, si ces investisseurs institutionnels (fondations, organisations religieuses, fonds de pension, caisses de retraite et de prévoyance) expriment des positions plus tranchées sur les critères extra-financiers se traduisant notamment par le choix de l'exclusion et un intérêt pour l'activisme actionnarial, ils sont un nombre non négligeable comme le fonds de pension KPGM aux Pays-Bas ou le Fonds de Réserve des Retraites en France à s'aligner sur le credo de la plus-value financière ajoutée sur le long terme de la prise en compte des critères extra-financiers. Il est difficile de savoir s'il s'agit d'un discours de façade ou d'une conviction réelle mais la position actuelle la plus répandue en Europe chez les plus grands investisseurs institutionnels consiste à utiliser la recherche extra-financière, directement ou indirectement par le biais du choix d'un offreur ISR, pour déterminer par expérimentation si ces approches ont des impacts financiers réellement positifs.

Il faut ici bien saisir que ces organisations sont elles mêmes constituées de professionnels de la gestion d'actifs, qui auront au final des comptes à rendre à une direction représentant les intérêts de souscripteurs finaux ou à des pouvoirs publics représentant l'intérêt général. Or si ces instances de décision, tout en suggérant la mise en place de ces approches, ne donnent pas des directives claires sur l'orientation morale ou politique qu'elles souhaitent donner à leurs choix d'investissement, les professionnels de la gestion d'actifs ayant la charge des aspects opérationnels de la mise au point d'une gestion socialement responsable ne peuvent alors se rattacher qu'à leur mandat principal : l'obtention d'un rendement financiers conformes aux exigences de l'investisseur. Il est alors peu aisé pour l'industrie de la recherche extra-financière en Europe, si elle veut survivre, de ne pas faire officiellement de son but premier la démonstration de l'impact financier positif des critères extra-financiers. Celle-ci, même en Europe, fait toutefois aujourd'hui plus office de proposition de principe que de pratique appliquée comme l'illustrent les quatre entretiens menés avec les analystes ISR. Elle pose, si on admet sa faisabilité et son succès, des interrogations d'ordre politique. Si la démonstration est faite que certains critères extra-

financiers sont vecteurs de plus value financière et d'autres au contraire vecteur de sous performance, s'agira-t-il de mettre de côté ceux qui ne rapportent pas d'argent ? Pour les investisseurs socialement responsables les plus engagés de l'ISR aux Etats-Unis, cette position n'est guère tenable car leur objectif final n'est pas assimilable à la celui de recherche de la plus value financière. En revanche, pour l'investisseur institutionnel européen peu engagé, en quête de nouvelles approches de gestion innovantes, faire des paris sur des critères extra-financiers faisant la preuve de leur sur performance financière pourrait être une option envisageable.

Par ailleurs il est possible de s'interroger avec Peter Kinder sur l'identification des acteurs qui possèdent la réelle légitimité pour mener à bien cette recherche sur les liens entre recherche extra-financière et performance financière. Les enjeux ne sont-ils pas d'une trop grande envergure pour les agences d'analyse et de notation extra-financières qui pourraient jouer sur cette démonstration leur survie et leur fortune économique ? Les courtiers sont-ils vraiment prêts à développer les capacités de recherche suffisantes pour mener à bien une recherche rigoureuse et objective sur cette thématique ? Les cellules ISR internes aux sociétés de gestion n'ont-elles pas un rôle à jouer dans cette démonstration ? Au final ce sont elles qui utilisent en pratique la recherche extra-financière pour construire les portefeuilles financiers de leurs clients particuliers et institutionnels. De plus, si les entreprises elles-mêmes ne prennent pas conscience de cet enjeu de l'articulation de leurs pratiques extra-financières et de leur performance financière, est-il vraiment raisonnable de penser qu'en bout de chaîne l'analyse extra-financière puisse mettre à jour ces liens ? La recherche académique universitaire peut-elle jouer un rôle pour déplacer l'interrogation du domaine de la croyance à celui de la démonstration scientifique ? Ne serait-il pas judicieux d'envisager cette question non pas dans le cadre d'une concurrence animée par la recherche de l'acquisition du monopole stratégique d'un groupe d'acteurs sur les autres mais dans celle d'un partenariat de l'ensemble des acteurs impliqués ?

Il est difficile d'avancer des certitudes sur l'ensemble de ces questions en l'état actuel de la recherche extra-financière. Un fait demeure tangible cependant. Le concept de la matérialité et des conséquences qu'il implique dessine une ligne de fracture entre deux conceptions de cette recherche. L'une, plus américaine, propose de se concentrer sur le champ de l'investissement socialement responsable, l'autre plus européenne caresse la possibilité d'intégrer un pan de la recherche extra-financière dans le champ classique de la gestion d'actifs. Chaque conception est structurée par les conditions de la constitution du marché de l'ISR dans les deux aires géographiques et culturelles concernées.

Les lignes de fractures entre les différentes modalités de la recherche extra-financière ne s'arrêtent pas là. A ce jour, cette activité n'a pas fait véritablement l'objet d'une tentative de standardisation des pratiques ni encore moins d'une normalisation<sup>299</sup> à l'échelle internationale. Cette faiblesse des efforts de standardisation et de normalisation interne à ces métiers en structuration de la recherche extra-financière sont-ils pour autant des freins à la contribution de l'ensemble des acteurs impliqués à la structuration d'une normalisation extra-financière des conditions internationales de production et du travail ? Nous explorerons ces questions dans la troisième et dernière partie de ce chapitre consacrée à la construction de dispositifs de jugement extra-financiers sur les entreprises.

### **3) De la standardisation comme outil de légitimation et de la difficulté de la normalisation des pratiques et de l'information extra-financière**

Les questions de standardisation et de normalisation se positionnent en deux points précis pour les acteurs impliqués dans la construction de dispositifs de jugement extra-financiers sur les entreprises. Elles se posent à la fois sur les pratiques professionnelles de ces acteurs qui se présentent comme des professionnels de la recherche extra-financière et sur la matière première qu'ils ont à analyser, c'est-à-dire l'information extra-financière. Nous reviendrons en premier lieu sur leurs pratiques avant de nous interroger sur les conditions de standardisation et de normalisation de l'information extra-financière. Nous verrons que cette dernière question dépasse la simple question de l'impact des pratiques des acteurs de l'ISR et entraîne une interrogation sur le rôle des instances de normalisation et des pouvoirs publics nationaux et internationaux dans cet effort de standardisation et de normalisation de l'information produite par les entreprises.

---

<sup>299</sup> Pour la définition des termes de normalisation et de standardisation, cette recherche se réfère aux travaux de Franck Cochoy. La standardisation consiste en la mise au point de façon unilatérale par tel ou tel acteur collectif d'un label privé. La normalisation englobe des procédures qui associent de droit, agents de l'Etat, représentants des consommateurs, industriels, normalisateurs et autres partenaires concernés pour mettre en place un label officiel.



### **A) Les prémices de la standardisation d'un champ professionnel en voie de structuration**

Le métier d'analyste ISR se pratique aujourd'hui dans des structures diverses : agences indépendantes d'analyse et de notation extra-financières, sociétés de gestion et sociétés de courtage. Chez les sociétés de gestion et les courtiers où la structuration du métier est encore très récente, il est impossible de recenser à ce jour un effort collectif de standardisation de la profession d'analyste ISR buy side ou sell side. La SFAF (société française des analystes financiers) dans un rapport de recherche évoque la possibilité de créer une spécialisation développement durable dans le diplôme d'analyste financier mais il s'agit encore d'une simple proposition. La volonté la plus marquée d'opérer une standardisation collective des pratiques professionnelles se trouve chez les agences d'analyse et de notation extra-financières.

Une initiative, en particulier, entre dans ce cadre. En novembre 2003, un standard de qualité européen, soutenu et financé par la Direction Générale de l'Emploi et des Affaires Sociales de la Commission européenne est lancé dans l'objectif de favoriser la confiance dans les agences d'analyse et de notation extra-financière. Il ne s'agit pas malgré l'implication financière des pouvoirs publics européens d'une procédure de normalisation associant acteurs privés et acteurs publics mais bien d'une procédure de standardisation réunissant des professionnels de l'analyse et de la notation extra-financières.

Le standard CSRR-QS 1.0® est géré par une association non lucrative, l'association pour la recherche extra-financière et sociétale indépendante (*Association of Independent Corporate Social Responsibility Researchers*), créée en août 2004 et rassemblant 16 organismes de recherche extra-financière indépendants<sup>300</sup>. Son objectif officiel est de "*de développer, promouvoir et entretenir des standards, expertises et codes de conduite professionnels de haut niveau pour le secteur de la recherche en responsabilité sociétale des entreprises*". Une de ses missions concrètes est de gérer la standard CSRR-QS 1.0® et de mettre en place les processus d'audit et de vérification. Elle se donne aussi comme mission de protéger la propriété du standard CSRR-QS et de ses instruments techniques relatifs à la responsabilité et la vérification pour assurer son développement et sa promotion au sein de la

---

<sup>300</sup> Avanzi SRI Research S.r.l. (Italie); Centre Info S.A. (Suisse); CFIE, Centre Français d'Information sur les Entreprises, Association Loi 1901 (France); Dutch Sustainability Research B.V. (Pays-Bas); Ecodes, Fundación Ecología y Desarrollo (Espagne); Ethical Investment Research Services (EIRIS) Ltd. and EIRIS Foundation (Royaume-Uni); Ethibel V.Z.W. (Belgique); EthiFinance S.A. (France); GES Global Ethical Standard Investment Services International AB (Suède); Imug Beratungsgesellschaft fuer sozial-ökologische Innovationen mbH (Allemagne); Oekom research Aktiengesellschaft (Allemagne); Pensions & Investment Research Consultants Ltd. (Royaume-Uni); Scoris GmbH (Allemagne); SERM Rating Agency Ltd. (Royaume-Uni); SIRI Company, Sustainable Investment Research International Ltd (Suisse); Stock at Stake S.A. (Belgique).

communauté de l'investissement socialement responsable. Le standard a donc été créé par certaines entités professionnelles de l'analyse et de la notation extra-financières. Toutes les agences n'ont pas participé à son élaboration. Les pouvoirs publics et les organismes de normalisation ont été peu impliqués. Les rapports de pouvoir et de concurrence assez tendus entre les différentes agences plaident pour une certaine forme d'instrumentalisation du standard par les agences les plus impliquées dans l'association. Vigeo, par exemple, l'agence française ne fait ni partie de l'association ni n'est signataire du standard de qualité alors qu'elle est le principal opérateur de l'analyse et de la notation extra-financières sur le marché français. Innovest, Core Ratings UK, SAM n'en font pas non plus partie. Il semble que ce soit essentiellement les structures de taille plus modeste, qui se sont regroupées dans cette association professionnelle. Par ailleurs, les acteurs européens sont sur représentés par rapport aux acteurs nord américains.

Les critères du standard sont d'ailleurs assez flous pour laisser une grande marge d'interprétation et d'appréciation à des auditeurs qui s'auto désignent et dont le positionnement professionnel est loin d'être neutre. Ses principes se découpent en dix engagements pratiques et neuf engagements éthiques.

Les engagements pratiques sont orientés vers une vision de l'analyse extra-financière privilégiant l'approche de sélection positive sectorielle et la recherche multi-critères, fondée sur l'interrogation de l'ensemble des parties prenantes. Il s'agit d'une approche plus européenne que nord américaine du métier.

Les engagements éthiques portent sur l'indépendance, la transparence et les conflits d'intérêts. La notion d'indépendance est fortement mise en avant par les promoteurs de l'association et de la norme. Elle conditionne l'entrée dans l'association et est un des principaux engagements éthiques auquel doivent se plier les structures signataires du standard. La notion reste cependant très vague : « les organisations signataires doivent être indépendantes de toute influence extérieure qui pourrait affecter leurs activités ». Les agences d'analyse et de notation extra-financières pratiquant officiellement la notation sollicitée pour le compte d'entreprises comme Vigeo ou Core Ratings UK pourraient alors être pointée du doigt sur cette question de l'indépendance si celle-ci était interprétée de façon très stricte.

La standardisation des pratiques professionnelles est donc en marche mais sans consensus international de toutes les structures professionnelles concernées et dans un jeu d'alliances et de défections stratégiques marqué par un contexte économique très concurrentiel. Les structures de taille moyenne ou modeste jouent plutôt l'unité alors que les

organisations aux moyens les plus puissants restent sur des positions très individualistes voire prédatrices. Quant aux pouvoirs publics internationaux, européens et nationaux, ils campent plutôt sur une position d'observateurs bien attentionnés offrant parfois des subventions pour accélérer le processus de standardisation. Quant aux normalisateurs et associations de consommateurs, ils ne semblent guère être positionnés à l'heure actuelle dans ce jeu de la normalisation professionnelle de l'activité d'analyse et de notation extra-financières qui reste une activité encore largement en voie de consolidation.

### **B) Standardisation et normalisation de l'information extra-financière : le rôle de l'innovation impulsée par les acteurs de la recherche et de l'analyse ISR**

Comment alors les multiples acteurs de cette activité aux facettes multiples, dont une seule partie commence à prêter le flanc à des efforts de standardisation, peuvent être considérés comme des piliers centraux d'une stimulation internationale d'une normalisation accrue des conditions de travail et de production dans les entreprises sur les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance ?

Nous faisons ici cependant l'hypothèse que malgré cette pluralité de modèles et de pratiques, les agences d'analyse et de notation extra-financières indépendantes ainsi que certains départements de sociétés de gestion engagés dans la recherche extra-financière ont contribué à cette stimulation par leur effort pour construire et diffuser l'innovation qui justifient leur création : la mise en place de dispositifs de jugements extra-financier sur le comportement des entreprises.

Que ces structures aient plutôt le profil des entrepreneurs de Morale décrit par Howard Becker comme celles opérant aux Etats-Unis ou d'entrepreneurs institutionnels amoraux comme ARESE puis Vigeo en France<sup>301</sup>, elles ont toutes contribué à la construction de dispositifs de jugement permettant à certain acteurs de la Finance d'introduire des dimensions extra-financières dans le processus d'achat et de ventes de titres sur les marchés financiers. Le travail de recherche et d'innovation de ces agences permet ainsi, à moindre frais, aux investisseurs de sortir de l'indétermination sur la qualité extra-financière des entreprises

---

<sup>301</sup> Les industries en voie d'émergence en raison de leur nouveauté manquent souvent de légitimité notamment en raison du flou informationnel qui les entoure. Pour que la nouvelle industrie arrive à s'implanter, des acteurs agissent de manière à légitimer cette industrie émergente. Ces personnes et ces organisations agissent alors comme des entrepreneurs institutionnels, c'est-à-dire des acteurs qui créent les normes techniques et cognitives, des prescriptions sur les comportements à adopter conformes à leurs propres identités et leurs propres intérêts. Par cette action, ils se légitiment eux même en tant que pourvoyeur de standards et participent à la légitimation du champ dans lequel ils opèrent.  
Gond, J-P, Leca, B, 2004, op.cit

comme le Guide Michelin peut permettre aux gastronomes de juger de la qualité de tel ou tel restaurateur. Ils peuvent ainsi, sans avoir à faire une recherche d'informations approfondie par eux-mêmes, construire leur propre dispositif de jugement en se référant aux classements et aux notations plus ou moins sophistiquées produites par ces agences.

En se concentrant sur la création d'outils de calcul et de qualcul<sup>302</sup> des dimensions extra-financières des comportements des entreprises qui les rendent comparables entre elles, ses structures ont permis progressivement la rencontre concrète d'une demande : les investisseurs socialement responsables en recherche de valeurs boursières d'organisations répondant à leurs exigences extra-financières avec une offre : les entreprises mais aussi à la marge les pays, les collectivités locales, les organisations internationales dont les valeurs sont présentes sur les marchés financiers qui sont identifiées comme répondant aux exigences de ces investisseurs.

Les acteurs de la recherche extra-financière jouent alors un rôle de révélateur auprès des entreprises. Celles-ci prennent conscience de la montée de ces thématiques extra-financières dans la communauté des investisseurs. Les interrogations portées par les agences d'analyse et de notation extra-financières commencent à donner un contenu opérationnel et stratégique au terme de RSE et de développement durable, concepts jusque là assez génériques. Certaines entreprises, de manière plus ou moins opportuniste, entament une réflexion pour donner aux agences les réponses qu'elles souhaitent avoir et ainsi devenir des élèves appréciés des acteurs de l'analyse et de la notation extra-financières et in fine des investisseurs.

La création d'indices financiers socialement responsables<sup>303</sup> par ces agences a, par exemple, considérablement accentué le mouvement en contribuant à la promotion du concept

---

<sup>302</sup> Cette notion de qualcul a été proposée par Cochoy pour rendre compte de la façon dont le consommateur s'appuie sur des données qualitatives et pas seulement chiffrées pour prendre ses décisions tout en respectant une certaine forme de rationalité. Ce concept ne se limite toutefois pas à l'étude du consommateur, il s'applique aussi à l'autre côté du marché pour rendre compte de la façon dont les producteurs influencent l'instrumentation du consommateur. Il englobe aussi tous les intermédiaires qui contribuent à façonner et à orienter le marché comme les organismes de certification. Voir chapitre I.

<sup>303</sup> Sur les marchés financiers, les prix des valeurs mobilières et les volumes de transaction évoluent chaque jour. Les intervenants de ces marchés ont besoin d'une information synthétique pour connaître l'évolution du marché et par la même sa performance. Tous les grands marchés financiers internationaux aujourd'hui des indices dont l'évolution est le signe de la performance. En France, l'indice boursier de capitalisation le plus connue est le CAC 40. Les indices peuvent être produits par les autorités de marché ou par des sociétés de production d'information financières, les plus connues étant Morgan Stanley avec les indices MSCI, Dow Jones avec les indices DJStoxx. Les indices socialement responsables peuvent être classés dans la catégorie des indices spécifiques c'est-à-dire qui se concentrent sur une approche particulière. Dans ces derniers, le calcul de la composition finale de l'indice est soumis à au respect de certains critères extra-financiers qu'ils s'agissent de critères d'exclusion ou d'inclusion. Selon l'agence d'analyse et de notation extra-financière qui promeut l'indice les critères extra-financiers peuvent varier considérablement.

de l'ISR vers un public plus large et en amenant plus de transparence sur les démarches des agences. Ces dernières ont pu lancer ces indices en s'associant aux producteurs d'indices financiers classiques<sup>304</sup>. Progressivement, l'entrée et le maintien dans ces indices socialement responsables sont devenus un enjeu stratégique pour certaines entreprises car ils remplissent un rôle d'image. Plusieurs entreprises reprennent ainsi les notations des agences dans leur rapport annuel ou rapport de développement durable et précisent leur appartenance à un indice socialement responsable. Aujourd'hui, certains responsables du développement durable embauchés par les entreprises notamment pour répondre aux besoins en information des agences, ont une partie de leur rémunération indexée sur la présence de leur entreprise dans les indices socialement responsables<sup>305</sup>.

Les acteurs de l'analyse et de la notation extra-financières, en répondant à cette demande plus ou moins instituée des investisseurs et en amenant les entreprises à s'emparer de la thématique, contribuent progressivement au façonnement de ce qui va être considéré comme un comportement socialement responsable et à la construction même de l'objet mesuré, la qualification des comportements extra-financiers des entreprises. Or même si la majorité de ces agences, pour asseoir leur légitimité, se réfèrent aux textes officiels publiés par les grandes instances internationales chargées de définir les règles du commerce (OCDE, OMC) et du travail (OIT), elles n'en restent pas moins des organisations collectives privées mettant en place des référentiels privés qui n'ont été soumis à aucun débat collectif préalable dans l'arène publique. Comme le remarque Franck Cochoy et Marie Chessel, en tentant habilement comme le « Council on Economic Priorities » avec le référentiel SA 8000 de capter la légitimité des grandes institutions internationales, le fonctionnement de ces agences reste en réalité à la discrétion de leurs initiateurs et n'est pas sans ambiguïté. En effet, il habilite des personnes particulières à négocier pour toutes les autres des arrangements socio-techniques, lourd d'enjeux collectifs qui ne sont pas vraiment explicités ni débattus collectivement<sup>306</sup>.

Ce constat est d'autant plus fort pour les agences d'analyse et de notation extra-financières et certaines sociétés de gestion que les analyses et les notations en question sont rarement rendues publiques ou accessibles pour un prix modique aux consommateurs. Seule

---

<sup>304</sup> Voir en Annexe : Le Panorama des principaux indices socialement responsables p 45 ISR

<sup>305</sup> De Brito, C, Desmartin, JP, Lucas-Leclin, V, Perrin, F, 2005, « Les dynamiques et les acteurs du développement de l'ISR » in *L'investissement Socialement Responsable*, Editions Economica, p47

<sup>306</sup> Cochoy, F, Chessel, M, 2004, « Autour de la consommation engagée. Enjeux historiques et politiques », Sciences de la Société, n°62, p3-17, Editions PUM.

la publication de la composition des indices est consultable publiquement mais celle-ci ne donne pas d'information qualitative sur le jugement porté sur chaque entreprise. Certaines entreprises communiquent publiquement leur notation mais il s'agit en général de celles qui ont plutôt bénéficié d'une bonne évaluation. Les agences et les sociétés de gestion ont cependant contribué de par leur activité à la production par les entreprises de données extra-financières rassemblées dans des rapports développement durable ou des parties de rapports annuels consacrés à ses dimensions extra-financières. Ces données non analysées, traitées et mises en perspectives sont le plus souvent consultables librement sur les sites Internet des entreprises.

Les agences ne communiquent pas la totalité de leur analyse et notation car elles estiment qu'elles seraient alors privées d'une de leurs principales sources de revenus, l'achat des produits d'analyse et de notation par les investisseurs. Elles tentent alors parfois de diffuser leur recherche de façon détournée soit par la production d'indices mais aussi en s'alliant à d'autres partenaires souvent issus des médias. Innovest a ainsi publié en 2005 un classement des 100 entreprises mondiales les plus performantes sur les critères extra-financiers avec une revue canadienne<sup>307</sup> spécialisée sur la question de la responsabilité sociale des entreprises. Ce classement a été officiellement dévoilé lors du forum de Davos du 28 juin 2005. Pour sa part, Vigeo s'est associé à Novethic<sup>308</sup> pour réaliser une notation de la qualité extra-financière des portefeuilles des fonds ISR ouverts sur le marché français. La notation porte sur les fonds et non pas sur les entreprises mais peut être interprétée comme une manière indirecte et très prudente pour cette structure d'analyse et de notation extra-financières de diffuser et de légitimer son expertise sur les entreprises.

Les sociétés de gestion utilisant en France l'information produite par les agences ne sont pas beaucoup plus généreuses dans leur divulgation de cette analyse. Très rares à offrir à leurs souscripteurs particuliers, des commentaires extra-financiers sur les entreprises, celles qui le font se cantonnent à une forme de communication positive mettant essentiellement en avant les points forts de l'entreprise en question. Le consensus semble donc régner dans la gestion d'actifs qu'il serait assez malvenu de froisser les directions de certaines entreprises par des propos négatifs.

---

<sup>307</sup> Corporate Knight Inc, « Global 100, Most sustainable corporate in the world », <http://www.global100.org/>

<sup>308</sup> Etude Novethic, Vigeo, Morningstar, *Ratings Planet, le nouvel outil d'évaluation de la responsabilité sociale des entreprises*, <http://www.novethic.fr/>

Il paraît pertinent d'affirmer que ces agences et ces sociétés de gestion ont participé par leur activité de recherche extra-financière à une prise de conscience des enjeux opérationnels de la RSE et du développement durable par les entreprises, par les grands investisseurs institutionnels et aussi par les pouvoirs publics que leur activité et leur force médiatique a largement amené à légiférer de façon incitative. En revanche, il semble plus difficile aujourd'hui de conclure que leur activité équipe les consommateurs, plus particulièrement incarnés par les souscripteurs particuliers, de dispositifs de jugement leur permettant d'évaluer la qualité sociale et environnementale des entreprises dans lesquelles ils investissent et dont ils sont susceptibles d'acheter les produits. Les produits d'analyse et de notation de ces structures ne sont pas seulement construits sur des référentiels privés collectifs. Il est nécessaire pour en connaître les contenus réels et les utiliser de déboursier des sommes les rendant difficilement accessibles pour un particulier et même pour un collectif de particulier de taille modeste.

### **C) Standardisation et normalisation de l'information extra-financière : la prudente implication des législateurs et des instances officielles de normalisation**

Même si les agences et certaines sociétés de gestion ont été souvent en première ligne en raison de leur intérêt stratégique et commercial à diffuser cette innovation, certains acteurs collectifs publics, les pouvoirs publics et plus récemment les instances de normalisation se positionnent aussi sur cette question de la nature et de la qualité de l'information extra-financière émises par les entreprises. La grande différence entre leur positionnement et ceux des acteurs de l'analyse et de la recherche extra-financières se cristallise sur la question de l'utilisation de cette information. Les acteurs de l'ISR recherchent de l'information en vue de mettre en place une politique d'investissement financier prenant en compte des critères extra-financiers. Pour les pouvoirs publics et les instances officielles de normalisation, l'éventail d'usage n'est pas strictement circonscrit au champ de l'ISR et même à celui plus large de la Finance. L'intérêt que pourraient porter les entreprises, les consommateurs et les salariés à cette information sur la responsabilité sociale des entreprises et leur prise en compte des enjeux du développement durable entrent aussi en considération.

Les pouvoirs publics émettent depuis le début des années 2000 des recommandations et des réglementations incitatives. Le 30 mai 2001<sup>309</sup>, la Commission Européenne émet une recommandation sur la prise en considération des aspects environnementaux dans les comptes et les rapports annuels des sociétés. Elle prend position sur l'idée que les lecteurs des états financiers doivent être informés des risques et des charges liés à l'environnement et de l'approche et des performances de l'entreprise, dans la mesure où ces éléments sont susceptibles d'influer sur sa situation financière. Les Pays-Bas, la Finlande, la Suède, le Danemark<sup>310</sup>, la Norvège, la France, la Belgique et le Royaume-Uni ont rendu obligatoire la publication d'informations sociétales et environnementales et relative au gouvernement d'entreprise. En France, il s'agit de l'article 116 de la loi des Nouvelles Régulations Economiques<sup>311</sup> qui stipule que le rapport annuel des entreprises doit « *comprendre des informations, dont la liste est fixée par décret, sur la manière dont la société prend les conséquences sociales et environnementales de son activité* ». Cette exigence s'applique uniquement aux sociétés cotées sur le marché réglementé français et prend effet à compter de la publication du rapport annuel relatif à l'exercice 2002. Son décret d'application<sup>312</sup> précise les informations sociales et environnementales devant figurer au sein du rapport annuel.

Des instances multipartites tentent par ailleurs de se positionner sur la standardisation des pratiques de reporting des entreprises dans l'objectif d'organiser le champ face à la multiplication d'initiatives individuelles ou sectorielles concernant la publication d'informations extra-financières. La *Global Reporting Initiative*<sup>313</sup> est présenté à ce jour comme l'initiative de standardisation la plus avancée. Lancé en 1997 par le CERES (*Coalition for Environmentally Responsible Economies*) une organisation non gouvernementale et le PNUE (Programme des Nations-Unies pour l'environnement), la GRI se présente comme une coalition internationale de parties prenantes<sup>314</sup> dont le but est de développer, promouvoir et de diffuser un cadre commun pour le *reporting* économique, social

---

<sup>309</sup> Recommandation de la Commission du 30 mai 2001 concernant la prise en considération des aspects environnementaux dans les comptes et rapports annuels des sociétés: inscription comptable, évaluation et publication d'informations [notifiée sous le numéro C (2001) 1495], *Journal officiel* n° L 156 du 13/06/2001 p.-0033 - 0042

<sup>310</sup> Le Danemark a modifié son droit comptable en 2001 pour qu'il puisse être tenu compte des informations sociales et environnementales dans les rapports annuels.

<sup>311</sup> Loi n°2001-420 du 15 mai 2001

<sup>312</sup> Décret d'application n° 2002-221 du 20 février 2002

<sup>313</sup> Global Initiative Reporting [2002], *Lignes Directrices pour le reporting de Développement Durable*, traduction juillet 2003 par l'ORSE, <http://www.globalreporting.org/>

<sup>314</sup> Ce comité comprend : des représentants de la profession comptable : ACCA (UK), CICA (Canada), F.E.E (Europe) ; des organismes de notation sociétale ou de conseil : CEP, CERES, IRRC, Sustainability (UK) ; des entreprises : General Motors (USA) ITT Flygt (Suède) ; des ONG : WBCSD ; le PNUE.



et environnemental. Ainsi, la GRI cherche à développer un standard de *reporting* comparable aux méthodes de *reporting* financier, en terme de rigueur et de crédibilité. Afin d'améliorer la crédibilité des données et informations publiées, la GRI préconise un contrôle par un organisme indépendant, mais ne se propose pas comme organe de vérification.

Quant aux instances de normalisation, elles restent encore largement en retrait. Toutefois depuis le début des années 2000 émerge des initiatives nationales et un intérêt international croissant sur leur rôle à jouer dans la prise en compte pratique des thématiques extra-financières par les entreprises. Nous reviendrons ici brièvement sur l'histoire de la normalisation avant de revenir sur les premières étapes de l'appropriation de ces thématiques de la responsabilité sociale des entreprises et du développement durable par ces instances.

C'est l'histoire de la normalisation technique<sup>315</sup> qui a ouvert la voie aux multiples initiatives de normalisation que l'on peut connaître aujourd'hui. Au départ, la préoccupation des ingénieurs en charge de mettre en place la normalisation technique était d'unifier la définition des objets afin d'en accroître l'interopérabilité et l'interchangeabilité mais très vite les acteurs de la normalisation découvrirent les potentialités de leur art en matière de maîtrise des marchés. En 1949, au sein de « l'International Standard Organisation » (ISO), un autre pas est franchi quand les normalisateurs appellent les consommateurs à participer à l'élaboration des normes. Cette initiative voit le jour car les normalisateurs font le pari que la diversification des points de vue leur permettrait de négocier avec de meilleures marges de manœuvre avec des industriels au pouvoir incontesté jusque là. Or, les consommateurs ne se contentent pas d'être un simple contre pouvoir au service des normalisateurs, ils exigent et obtiennent après trente ans de participation la mise au point de normes adéquates, l'apposition de certificats et l'affichage sur les étiquettes des informations relatives à la performance des produits.

Désormais, la normalisation ne sert plus uniquement à la sélection technique ou aux intérêts industriels mais peut être utilisée comme ancrage à la critique consumériste et à l'évaluation concurrentielle des produits. Cette entrée des consommateurs dans le jeu de la normalisation a permis aux normalisateurs d'institutionnaliser des procédures de fonctionnement la détachant du travail de standardisation entre professionnels d'un même

---

<sup>315</sup> Cochoy, F, 2000, « la normalisation comme travail de mondialisation ou comment une procédure de gestion individuelle finit par façonner le marché global du travail »

secteur. Pour être considérée comme telle, la normalisation doit émerger de la construction d'un consensus volontaire entre les différents acteurs et groupes d'acteurs concernés par la procédure de normalisation. Les personnels salariés des instances de normalisation tentent de réunir les experts du champ sur lequel porte la tentative de normalisation et les différents acteurs concernés : entreprises, syndicats, associations de consommateurs, pouvoirs publics. Dans ces forums qui se veulent hybrides, les formes de la normalisation, qui peuvent prendre celle d'une norme mais aussi de guide, de référentiel de bonnes pratiques se construisent par la recherche du consensus entre acteurs.

Après avoir porté essentiellement sur les produits et les équipements industriels, les instances de normalisation ont investi le champ de l'organisation et du management. Plus récemment encore, elles se sont positionnées, en suivant les tendances plus générales de montée du contrôle de la qualité et de la traçabilité des produits, sur la normalisation de la qualité des services de toutes nature. Un accord sur les obstacles techniques au commerce de l'Organisation mondiale du commerce en encourageant l'usage des normes internationales et la reconnaissance des procédures d'évaluation et de conformité a donné un élan supplémentaire aux instances de normalisation.

**La prise d'importance des procédures de normalisation illustre le basculement de l'économie moderne vers une économie de la qualité dans laquelle la concurrence met en jeu, non plus la guerre tarifaire, mais la maîtrise de la définition des choses, la construction de la confiance et la mise au point de dispositifs de jugements. Par conséquent, la concurrence entre les produits devient largement tributaire d'une concurrence entre les certificats qui prennent des envergures mondiales avec la création de normes de management comme ISO 9000 ou de management environnemental comme ISO 14000. Parallèlement à ce mouvement de normalisation industrielle, se sont mis en place le contrôle de la qualité et la traçabilité, procédures, qui elles aussi ont fortement contribué à la création de la norme ISO 9000. Elles ont aussi permis au consommateur de se trouver dans une situation où sa préférence ne porte plus uniquement sur le produit mais aussi sur la façon dont il est produit.**

Ce fait n'est pas anodin car il crée une véritable rupture. En effet, le fétichisme de l'organisation remplace le fétichisme de la marchandise dénoncé par Marx car ce sont les rapports de production (la façon dont les marchandises sont produites) qui se trouvent

marchandisés<sup>316</sup>. La normalisation est l'une des modalités déterminante du travail de globalisation qui consiste à construire et à généraliser les référentiels communs lors d'un véritable travail local et situé entre professionnels et profanes à la recherche d'un consensus collectif sur le sujet traité.

Depuis le début des années 2000, les instances de normalisation nationales et internationales effectuent un travail de réflexion avec des applications plus ou moins pratiques sur l'ensemble des interrogations, que portent les thèmes du développement durable et de la responsabilité sociale, sur le management des entreprises. Cette prise de conscience est notamment due à la multiplication des initiatives de standardisation privée sur la question comme le référentiel SA8000 géré par l'organisation non gouvernementale *Council on Economic Priorities* ou le standard AA1000 créée par le cabinet de conseil anglo-saxon *Accountability*<sup>317</sup>.

Certains comités membres de l'organisation internationale de normalisation (ISO) commencent alors à produire des éléments de normalisation. En Israël, l'organisme membre de l'ISO a développé une norme nationale sur la RSE. L'institut australien a également développé, parmi une série de normes, un projet sur le thème de la responsabilité sociale des entreprises. Il existe également une norme du bureau national du Québec pour la certification des entreprises dans le domaine du social et des ressources humaines. En France, les premières réflexions sur la question au sein de l'AFNOR, membre français de l'ISO au début des années 2000, ont lieu dans le comité d'Orientation Stratégique Environnement. Un premier rapport « Entreprises et développement durable » est produit à la fin 2001. A la suite de cette première initiative, un groupe de travail se met en place sous l'égide du Comité Stratégique Environnement. La création de ce groupe est officiellement motivée par la volonté de dégager un consensus sur le type d'outils volontaires pouvant favoriser l'application et l'intégration des principes de développement durable aux entreprises. Ce groupe de travail rassemble des entreprises, des organismes publics, des administrations, des ONG, des syndicats et des organisations professionnelles. La traduction concrète de ce travail sur les recommandations visant à favoriser la prise en compte des enjeux du développement durable dans la stratégie et le management des entreprises est la proposition d'un projet de guide appelé SD 21000.

---

<sup>316</sup> Ibidem

<sup>317</sup> Jounot, A, 2003, *Présentation du guide SD21000*, présentation écrite, juillet 2003.

Le guide SD 21000 présenté comme « un texte consensuel, résultat du mixage des cultures et des horizons professionnels divers<sup>318</sup> » connaît une première version à la fin 2001. Cette première version est mise en ligne sur le site Internet de l'AFNOR pendant près de quatre mois entre le 1er août et le 15 novembre 2002. Les réponses au questionnaire joint à cette phase de consultation sont analysées, traitées et une nouvelle version du guide quasi définitive a ainsi pu être rédigée au début de l'année 2003 pour être soumise à une enquête finale. La version définitive du guide SD 21 000 est publiée officiellement en mai 2003.

Le guide SD 21000 se décompose en deux parties. La première partie a pour objectif d'apporter une aide à la réflexion initiale des entreprises pour la prise en compte du principe de développement durable lors de l'élaboration de leur politique et de leurs stratégies. Cette partie expose notamment l'histoire de la naissance et de l'essor du concept de développement durable dans les dernières années ainsi que les conséquences les plus probables de ce principe de politique à l'échelle planétaire sur la vie et le fonctionnement des entreprises. La deuxième porte sur la mise en œuvre de la démarche. Le paragraphe 4, intitulé « approche stratégique » vise à faciliter les choix liés au développement durable en proposant des recommandations hiérarchisées et des questionnements visant à aider l'entreprise à fixer ses objectifs. Le paragraphe 5 fournit des éléments plus opérationnels à intégrer dans le management et la mise en œuvre des moyens qui permettront à l'entreprise d'atteindre ses objectifs. Dans la présentation du guide, il est précisé que la structure initiale du document a évolué suite aux commentaires reçus lors de la consultation. Dans sa première version, la troisième partie était structurée pour une large part selon le même plan que la norme ISO 9004. Certaines parties intéressées craignaient que cette orientation conduise non seulement à l'émergence d'une nouvelle norme de management mais surtout au développement du marché de la certification.

La démarche française s'est refusée à entrer dans un véritable processus de détermination de la forme que devrait prendre une norme de management sur le développement durable. Son travail a, avant tout, consisté à s'approprier conceptuellement ces nouvelles thématiques du développement durable, de la responsabilité sociale de l'entreprise, et de les différencier d'autres approches comme le commerce équitable ou éthique. Les recommandations du guide, très larges, n'empiètent en aucun cas avec les normes de systèmes de management comme celles relatives à la qualité et à la protection de l'environnement qui peuvent être utilisées de manière indépendante.

---

<sup>318</sup> Ibidem, p 4

Au niveau international, la même phase d'observation et de réflexion semble de rigueur même si l'année 2005 marque une entrée plus vive dans le sujet. Au sein même de l'ISO, un débat stratégique semble avoir eu lieu pour définir quelle instance était la plus appropriée pour s'emparer de la thématiques de la RSE. Il est à remarquer qu'au niveau des instances internationales, c'est le concept de RSE qui s'impose alors qu'au niveau français, la RSE était considérée comme une application pratique au niveau de l'entreprise des principes de développement durable. La difficulté ici est que ses deux concepts comme nous l'avons vu dans le chapitre I ont tendance à être très transversaux. Chaque groupe d'intérêt peut s'estimer plus habilité qu'un autre à s'emparer de ce nouveau territoire potentiel de la normalisation. Ainsi au sein de l'ISO, certains comités comme celui des consommateurs (COPOLCO), celui de l'environnement (TC 207), celui de la qualité (TC 176) considèrent que le développement la RSE constituent le prolongement de ce qu'ils faisaient jusque là, et qu'ils sont chacun légitimes pour être le porteur de la thématique.

L'ISO a pris un positionnement général lors de l'année 2002. En juin 2002, le Conseil de l'ISO, suite à la recommandation du comité ISO pour la politique en matière de consommation, a souhaité engager une réflexion afin de savoir si il conviendra ou non d'élaborer des normes ISO ou d'autres référentiels traitant de la responsabilité sociale des entreprises. Un groupe consultatif de haut niveau a été créé par l'ISO afin de traiter cette question. Il est composé de représentants du monde entier, couvrant un large éventail de parties prenantes y compris les milieux économiques, gouvernementaux, du travail, des consommateurs et de l'environnement. Le groupe, mis en place en février 2003, a pour mission d'élaborer un rapport technique établissant l'état de l'art dans le monde en matière de code, lignes directrices et spécifications pour la responsabilité sociale. Dans un deuxième temps, il doit établir un argumentaire pour définir si l'ISO doit s'engager, et si oui sous quelle forme, dans la création d'une norme sur la responsabilité sociale. Le groupe travaille jusqu'à avril 2004 sur la production d'un rapport faisant un état de l'art des initiatives de responsabilité sociale<sup>319</sup> et proposant des recommandations à la direction de l'ISO.

Ce rapport émet une opinion positive sur la nécessité pour l'ISO de se lancer dans ce chantier de la normalisation de la responsabilité sociale des entreprises. Certaines conditions doivent cependant être tenues pour faire de ce chantier un succès. La mise en collaboration avec l'Organisation Internationale du travail et un travail de stricte démarcation de ce qui peut

---

<sup>319</sup> Groupe de travail consultatif sur la responsabilité sociale, 2004, *Rapport de travail sur la responsabilité sociale*, 30 avril 2004, <http://www.iso.org>

relever du travail de normalisation et de ce qui revient à la sphère du politique<sup>320</sup> est préconisé. La nécessité est aussi avancée de créer un groupe de travail ad hoc pour travailler sur l'élaboration de cette norme incluant des experts de ces nouveaux champs car si l'ISO peut appliquer son savoir-faire sur cette thématique, elle doit aussi prendre acte que celui-ci déborde largement du cadre de ses prérogatives traditionnelles et savoir s'entourer des compétences qui ont travaillé jusque là sur la question pour démontrer sa valeur ajoutée face à la multiplications des initiatives.

Ces conclusions sont rendues publiques et discutées lors d'un colloque à Stockholm le 21 et le 22 juin 2004 consacré à la thématique de la responsabilité sociale<sup>321</sup>. Le 24 et le 25 juin, le comité technique de l'ISO se réunit pour décider quelle orientation prendre suite aux conclusions du rapport et aux débats ayant eu lieu lors de la conférence internationale. Tout en reconnaissant que "la responsabilité sociale porte sur des sujets et une problématique qualitativement différents de ceux qu'elle a traditionnellement traités", l'ISO prend la décision de s'atteler à l'élaboration de lignes directrices dans le domaine de la responsabilité sociale. L'objectif est de produire « un document d'orientation rédigé dans un langage simple, compréhensible et utilisable par des non-spécialistes », et qui ne devrait pas servir à des fins de certification<sup>322</sup>. Etant donné que l'élaboration d'une norme dans le domaine de la responsabilité sociale réunira dans le système ISO des partenaires d'un type nouveau et plus diversifié, l'ISO reconnaît que les travaux devront être menés "d'une manière innovante", mais en insistant sur le fait qu'il faudra conserver la "cohérence avec les principes fondamentaux de l'ISO", y compris en ce qui concerne l'ouverture et la transparence dans la façon de travailler. En décidant d'élaborer une norme contenant des lignes directrices RSE, l'ISO souligne que l'intention est de valoriser, et non pas de remplacer, les accords internationaux intergouvernementaux existants ayant trait à la responsabilité sociale, comme la Déclaration universelle des droits de l'homme des Nations Unies et ceux adoptés par l'Organisation internationale du travail (OIT), ainsi que d'autres conventions des Nations Unies. En outre, elle reconnaît la nécessité d'élaborer un accord avec l'OIT sur la coopération entre les deux organisations dans le domaine de la responsabilité sociale.

---

<sup>320</sup> Groupe de travail consultatif sur la responsabilité sociale, 2004, *Recommandations au Groupe technique de l'ISO*, 30 avril 2004, <http://www.iso.org>

<sup>321</sup> La conférence de l'ISO sur la responsabilité sociale, accueillie par l'Institut suédois de normalisation (SIS), a réuni 355 participants de 66 pays, dont 33 pays en développement, représentant les principaux groupes de parties prenantes: instituts nationaux de normalisation, milieux d'affaires, gouvernements, monde du travail, consommateurs, organisations internationales et non gouvernementales.

<sup>322</sup> Communiqué de presse ISO, 2004, « *l'ISO va mettre en route des lignes directrices sur la responsabilité sociale* », 14 juillet 2004, <http://www.iso.org>

Pour la mise en place pratique, le comité technique de l'ISO décide de mettre sur pied un nouveau groupe de travail sur la responsabilité sociale, qui relève directement de son autorité, lui qui supervise les activités des 186 comités techniques de normalisation implantés localement. Un groupe d'étude est formé pour proposer le mandat et les modes de fonctionnement du groupe de travail afin que le comité technique puisse les examiner en septembre 2004. Ces grandes bases de fonctionnement établies, le groupe de travail peut commencer à travailler. La première réunion a lieu au Brésil en mars 2005. 43 comités membre de l'ISO participent à cette première réunion dont 21 pays en voie de développement et 24 organisations de liaison mais aussi des observateurs et des représentants d'organisations internationales. Plus de 300 personnes sont présentes à cette réunion. Le but de ce grand rassemblement est de donner la première impulsion à la future norme ISO 26000 dont l'objectif est de donner des lignes directrices sur la responsabilité sociale. Leur publication est prévue pour l'année 2008. Les méthodes pour arriver sur le consensus sur la norme ISO 26000 sont celles habituellement utilisées par les instances de normalisation même si de nombreux participants n'avaient jamais encore participé à une initiative de normalisation. Chaque comité membre représente le consensus national de son pays. Un accord doit être trouvé entre les différents comités membre. Une innovation est ici introduite : chaque comité national membre et chaque grande organisation internationale légitime sur le champ de la RSE a la possibilité de désigner six experts représentant les sensibilités de différents groupes d'acteur: entreprises, pouvoirs publics, syndicats, organisations non gouvernementales et autres groupes d'intérêt. Il n'existe toutefois pas de groupe spécifique sur l'industrie de la Finance et sur les préoccupations portées spécifiquement par le champ de l'ISR.

Les métiers de l'analyse et de la notation extra-financières ont contribué, en créant et diffusant les premiers dispositifs de jugement à vocation opérationnelle de l'activité extra-financière des entreprises, à la mise en application pratique par certains investisseurs de principes socialement responsables. Par conséquent, ils ont participé à l'accélération de l'implication des grandes entreprises cotées dans le sujet en faisant de l'obtention d'évaluations correctes sur le plan social et environnemental un enjeu concret stratégique et médiatique. Toutefois, si ces métiers font progresser dans les milieux professionnels économiques et financiers la prise en compte de ces principes, leur modèle économique et leurs modalités de fonctionnement, centrés sur les structures socio-cognitives des espaces de la Finance, ne permettent pas de les identifier comme des outils pouvant réellement équiper les souscripteurs particuliers et plus largement les consommateurs d'une capacité de jugement éclairé sur le comportement extra-financier des entreprises.

Ces derniers sont plutôt à chercher dans l'ensemble des initiatives portées par les pouvoirs publics et les instances de normalisation qui se positionnent progressivement sur la définition du contenu et de la qualité de l'information à caractère social et environnemental produites par les entreprises. Il faudra suivre ici avec attention les prochaines étapes de la mise au point de la norme 26000. Toutefois, même cette dernière ne semble pas à même de pouvoir dans les prochaines années régler véritablement les questions qui se posent sur la vérification et la certification de l'information extra-financière car l'ISO ici reste très prudente. Elle refuse pour le moment de créer une véritable norme de management sur les comportements extra-financiers des entreprises. Par ailleurs, elle ne se positionne pas non plus sur les éléments sur lesquelles les entreprises devraient rendre des comptes. Elle laisse prudemment ses aspects de réglementation aux pouvoirs politiques. La norme édictée en 2008 consistera en des lignes directrices pour les entreprises sur cette question. En cela, elle ne sera pas très différente de l'ensemble des initiatives en cours qui reste cantonné sur l'expression de grands principes. Toutefois, elle aura l'avantage d'avoir été débattu de façon consultative et collective par un forum hybride où les points de vue d'un nombre élevé de pays et de différents groupes d'intérêt pourront s'exprimer pendant 3 ans.



Enfin, si nous revenons sur les trois interrogations constitutives de dernière partie, l'ensemble des éléments abordés le long de ce chapitre IV peut nous permettre de synthétiser notre analyse:

*-Quelle(s) place(s) pour ces nouveaux professionnels de l'analyse et de la notation extra-financière dans le champ de la production de l'information financière ?*

S'il est indéniable, aujourd'hui, qu'il existe une réelle tendance chez les acteurs de la recherche extra-financière en Europe à se rapprocher de l'analyse financière et de la gestion d'actifs classique, il est toutefois difficile de prévoir lesquels de ces acteurs et sous quelles modalités, ils pourraient s'intégrer au cœur et non plus à la marge des espaces de la Finance. Cette potentielle intégration pose des questions vives sur les modalités de la traduction de l'information extra-financière telle qu'elle est construite aujourd'hui vers l'analyse financière et sur la qualité même de cette information extra-financière. Beaucoup plus récente, elle n'a pas été soumise au même processus de normalisation et de certification que connaît l'information financière depuis le début du vingtième siècle.

Cette articulation pose aussi des questions en terme de sociologie des métiers. Les métiers d'analyste ISR tels qu'ils sont en train de se construire dans les agences, les sociétés de gestion et les sociétés de courtage, seront-ils amenés à se maintenir ou au contraire se fondre dans les métiers de l'analyse financière ? Ici peuvent se greffer l'ensemble des éléments posés sur la qualification mouvementée du métier pluriel d'analyste ISR qui, dans les agences, semble avoir des difficultés à s'identifier à la figure de l'expert et en société de gestion a du mal à véritablement définir sa position, pris dans la réalisation de tâches très diversifiées. Les questions de parcours scolaires et d'expériences professionnelles rentrent aussi en ligne de compte sur cette possibilité de l'intégration. Quel sera à terme le profil des analystes exerçant une activité de recherche extra-financière ? Comment articuler concrètement une expertise financière forte fondée sur l'expérience des marchés financiers avec une spécialisation extra-financière pointue ? Aujourd'hui le profil des individus reste très généraliste avec des lignes de démarcation assez forte entre analystes ISR en agences, buy side et sell side en ce qui concerne la connaissance et l'expérience sur les marchés financiers.

*-Peut-on parler d'une harmonisation à l'échelle internationale de cette recherche extra-financière sur les entreprises construite pour les investisseurs ISR?*

Il est possible d'affirmer aujourd'hui, que même si les acteurs de la recherche extra-financière travaillent tous, peu ou prou, sur les mêmes domaines : le social, l'environnement et le gouvernement d'entreprise, il y a autant de méthodes d'analyse et de traitement de ces informations qu'il y a d'agences d'analyse et de notation. Toutefois, les différences ne se cantonnent pas seulement à des points de méthode mais aussi à des questions d'utilisation et de destinataires finaux de cette recherche extra-financière.

Au Etats-Unis où il existe une communauté d'investisseurs socialement responsables aux motivations morales et politiques structurées, dotée d'une relative puissance financière, la recherche extra-financière s'est tournée vers une offre d'analyse extra-financière permettant à la fois un filtrage principalement centré sur l'évitement et une pratique de l'activisme actionnarial. La philosophie fondatrice de l'ensemble de ces pratiques est de gérer ses actifs financiers tout en ne renonçant pas à ses valeurs personnelles et à sa volonté de changer la marche du monde.

En France et généralement en Europe, la recherche extra-financière ne peut pas compter sur le même socle d'investisseurs socialement responsables militants. Les investisseurs institutionnels se positionnent très lentement sur la question et les plus puissants sont assez rares à se positionner sur une vision morale et politique de l'ISR. Aujourd'hui les porte-parole principaux de ces investisseurs sont les sociétés de gestion d'actifs professionnelles qui sont complètement intégrées dans les espaces de la Finance. La recherche extra-financière semble, peut-être par mimétisme, mais aussi par intérêt stratégique vouloir se rapprocher du credo officiel des acteurs de la Finance : la recherche de la performance financière. Certains acteurs de la recherche extra-financière en Europe ont alors la volonté tout en gardant leur clientèle d'investisseurs socialement responsables de partir à la conquête d'une clientèle moins engagée à qui il faudra faire la preuve de la plus value financière des critères extra-financiers.

*-Au-delà de l'utilisation de cette recherche extra-financière par les investisseurs ISR, en quoi est-elle utile et contribue-t-elle à la normalisation internationale du travail sur les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance ?*

Ces nouvelles structures, que sont les agences d'analyse et de notation financières mais aussi dans une moindre mesure certaines sociétés de gestion, structures financières plus classiques intégrées dans l'espace de la gestion d'actifs, ont participé et participent encore à cette tendance plus générale de pression sociétale pour la normalisation internationale extra-financière des conditions de travail et de production, par leur talent à vendre à une échelle modeste et à diffuser à une grande échelle médiatique, l'innovation que constitue la construction de dispositif de qualification et de jugement extra-financiers sur les comportements des entreprises.

Leurs efforts non coordonnés font progressivement passer cette création au statut d'innovation utilisée par un ensemble toujours plus nombreux d'acteurs. La mise en place, en l'espace d'une trentaine d'années, pour les Etats-Unis et d'une dizaine d'années pour l'Europe de cette innovation, qui prend des contours plus ou moins militants selon les aires géographiques et culturelles, a fourni un outil opérationnel aux investisseurs pour décider à moindre frais cognitifs, de placer leurs actifs sur des valeurs cotées en Bourse ou présentes sur le marché de la dette selon des considérations extra-financières. Les structures de recherche européennes, notamment en France, ont su accélérer grandement le mouvement en s'adaptant aux cadres socio-cognitifs propres aux acteurs de la Finance et aux grandes entreprises multinationales à la manière d'un Edison, qui pour faire accepter plus rapidement et diffuser l'invention de la lampe électrique, n'hésite pas à calquer leur design sur celui des systèmes d'éclairage jusque là en vigueur<sup>323</sup>.

Cette innovation, malgré une certaine forme d'institutionnalisation à laquelle ont largement contribué les médias et les pouvoirs publics nationaux et internationaux par l'importance forte qu'ils ont donné à ce mouvement relativement à son poids économique réel, est loin encore d'être entrée dans une phase de standardisation et de normalisation de ses pratiques professionnelles. Certaines tentatives existent mais sont encore au stade du balbutiement. Cette standardisation et normalisation de ce champ professionnel sont d'autant plus complexes qu'elles sont étroitement imbriquées dans la

---

<sup>323</sup> Gond Jean-Pascal, 2003, op.cit, p95

standardisation et la normalisation de l'information extra-financière. Ces structures qui fonctionnent sur la mise en place de référentiels privés et sur des modèles économiques le plus souvent à but lucratif ne semblent pas alors les plus légitimes pour procéder à cette standardisation et cette normalisation. Elles n'en ont d'ailleurs souvent pas la prétention comme l'illustre leur volonté de légitimer leurs choix de méthodes et d'analyse par références aux grands textes et conventions des grandes organisations publiques internationales. Si les pouvoirs publics nationaux et internationaux ont un rôle central à jouer sur la création de dispositifs internationaux de réglementation sur cette information extra-financière, il est aussi crucial de se pencher sur le rôle futur des instances internationales de normalisation coordonnées par l'ISO. Ces dernières semblent encore très loin des préoccupations qui agitent les acteurs de la recherche extra-financière pour le compte d'investisseurs financiers, mais se sont, après une longue phase de réflexion, positionnées sur ces champs montant de la prise en compte des principes de développement durable ou de RSE au sein des entreprises.

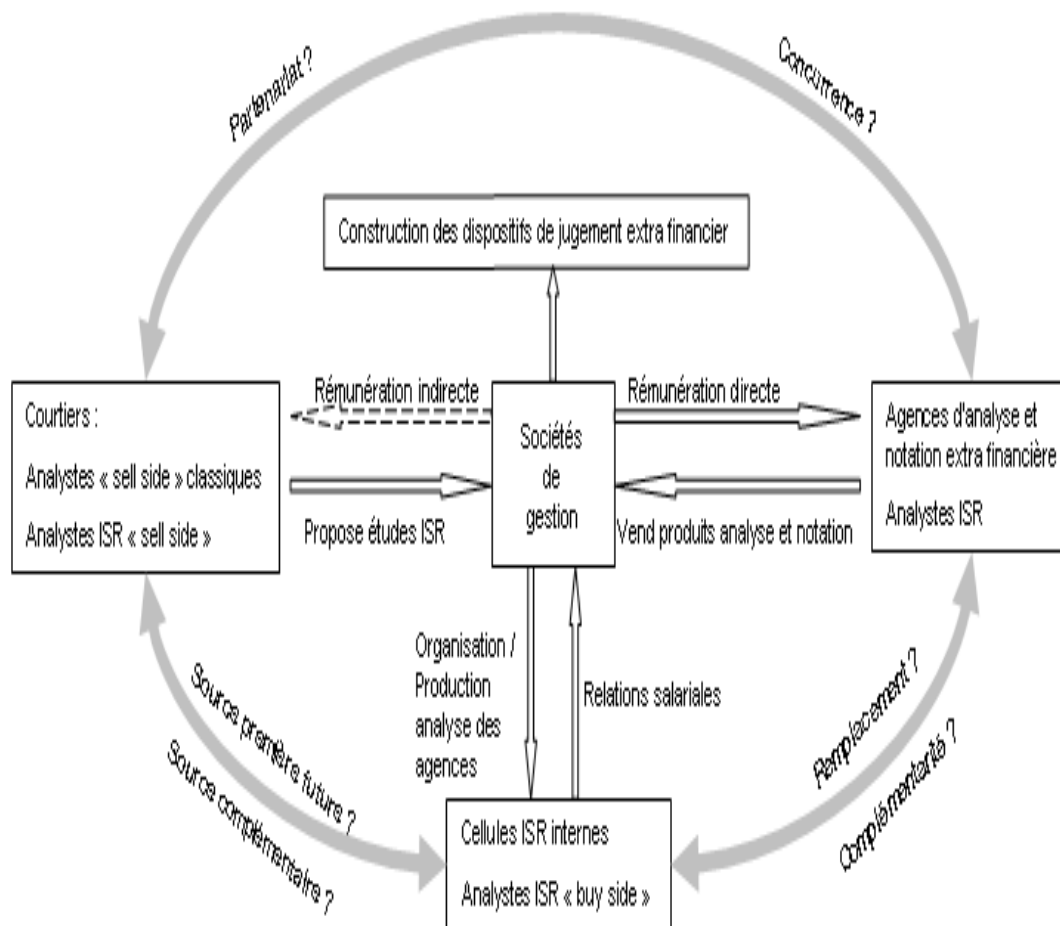
Enfin, nous aimerions revenir sur le schéma de départ proposé en chapitre III pour le compléter. Nous avons ici exploré dans le chapitre IV le moment 1 de la construction sociale de l'offre ISR passant par la construction de dispositifs de jugement extra-financier sur les entreprises au sein de ces sociétés de gestion.

Nous faisons alors l'hypothèse que cette construction passait strictement par une mise en relation rémunérée des sociétés de gestion avec les agences d'analyse et de notation extra-financières. Les différents éléments analysés dans ce chapitre permettent de nuancer cette hypothèse. Si les agences d'analyse et de notation restent les principales fournisseuses d'analyse et de traitement de l'information extra-financière pour les sociétés de gestion, ces dernières ont depuis 2000 progressivement diversifié et élargi leurs sources. Une part de plus en plus importante d'entre elles fait le choix de se doter d'une cellule interne ISR où analystes ISR et gérants-analystes ISR peuvent être chargés, une partie plus ou moins élevée de leur temps de travail, à compléter et approfondir les dispositifs de jugement proposés par les agences. Encore plus récemment, les sociétés de gestion ont fait le choix de se tourner vers leurs fournisseurs traditionnels en analyse financière : les brokers. Certains de ces brokers, face à la demande de plus en plus structurée de certaines de ces sociétés de gestion, de les voir s'impliquer dans la recherche extra-financière et non plus seulement sur la mise en relation des sociétés de gestion et des entreprises pour des rencontres centrées sur le

thème du développement durable, commencent à proposer des études générales et sectorielles sur la thématique. Ils sont loin encore de proposer des services comparables à ceux des agences d'analyse et de notation extra-financières mais de nombreuses conjectures sont lancées dans le champ de l'ISR en France pour savoir si ces deux groupes d'acteurs vont entrer en relation de concurrence frontale ou de partenariat. Il ne faut pas non plus ici oublier le rôle futur que pourrait jouer les cellules ISR internes des sociétés de gestion si un nombre de plus en plus important d'entre elles faisaient le choix de se doter de moyens plus conséquents pour mener à bien cette recherche extra-financière.

Jusqu'à quel degré l'internalisation de la recherche extra-financière au sein des sociétés de gestion pourrait avoir lieu ? Nous pouvons faire ici l'hypothèse que certaines sociétés de gestion très structurées sur la recherche ISR pourraient faire le choix de ne plus faire appel aux services des agences d'analyse et de notation extra-financières les privant d'une part de leurs revenus. Toutefois, la tendance actuelle semble plutôt aller vers une diversification des sources internes et externes qui permet d'enrichir la qualité de l'analyse extra-financière plutôt que vers la neutralisation d'une source d'information par une autre.

## Les acteurs de l'analyse ISR



## **Chapitre V : Construction des process de gestion ISR par les sociétés de gestion : la complexe qualification privée des démarches ISR**

Dans le chapitre précédent, l'analyse de la construction des dispositifs de jugement extra-financiers sur les entreprises a amené à concentrer le propos sur les relations nouées entre les sociétés de gestion et les fournisseurs d'information extra-financière. Dans le chapitre V qui va suivre, nous allons déplacer notre regard vers le travail interne réalisé par les acteurs des sociétés de gestion pour agencer des process de gestion ISR<sup>324</sup> qui permettent, à partir de la matière première que constitue l'information extra-financière, d'offrir aux investisseurs particuliers et institutionnels des produits financiers ISR définis.

L'organisation de cette tâche met en relation, selon les sociétés de gestion, un nombre plus ou moins grand de professionnels de la Finance œuvrant au sein de ces structures. Dans certains cas, comme l'illustre parfaitement la situation décrite par Louis et Sabine dans le chapitre précédent, la construction du process de gestion est laissée à la charge des analystes ISR qui, supervisés par leur direction, entrent alors en collaboration avec le ou les gérants choisis. Les deux parties ont alors la charge de trouver la solution optimale alliant certaines exigences ISR qui sont à définir et le mode de gestion financière propre à la société de gestion. Si l'analyste ISR a aussi la casquette de gérant du fond, il arbitre seul. Le nombre de protagonistes peut être cependant plus ou moins réduit. Dans les sociétés de gestion qui ne sont pas dotées de cellules dédiées ISR avec analyste(s) ISR ou gérants-analyste(s) ISR, les gérants des fonds ISR ont la responsabilité d'organiser les process de gestion. Dans d'autres sociétés de gestion, dotées, elles, d'une cellule ISR, les métiers de la création de produits financiers (*product management*) et de l'ingénierie financière sont aussi mis à contribution pour définir précisément ce process de gestion et le rendre possible. Cette option est essentiellement le fait de grandes sociétés de gestion avec des moyens financiers importants et entrées de façon plus tardive dans le champ de l'ISR. Dans ces cas de figure, l'expérience des chargés de relations clientèles avec les investisseurs institutionnels peut être mis à profit.

---

<sup>324</sup> Par process de gestion, nous entendons désigner ici la série d'étapes qui permet à partir d'un univers donné de valeurs financières d'aboutir à un portefeuille final de valeurs qui différenciera un produit financier ISR d'un autre. Dans notre enquête, le panel est strictement constitué de fonds ouverts sur le marché français de l'ISR c'est-à-dire que ne sont pas pris en compte les fonds dédiés (mandats de gestion, FCP fermés) aux investisseurs institutionnels.

En effet, pour de nombreuses sociétés de gestion, l'objectif final est à travers la mise en place de cette offre ouverte aux particuliers et aux institutionnels d'attirer une clientèle institutionnelle à laquelle il sera alors possible de vendre des solutions de gestion ISR sur mesure. En revanche, il ne semble pas que les métiers du marketing et de la communication soient véritablement impliqués dans cette phase de définition et de construction des process de gestion. Un dernier cas de figure est possible : celui où une clientèle d'investisseurs institutionnels est moteur dans la création du fonds. Ces derniers ont alors souvent un grand poids dans la formulation du process qui doit remplir leurs objectifs financiers et extra-financiers. A l'exception de ce dernier cas, où les professionnels de la gestion répondent aux attentes privées de certains institutionnels, la construction des process de gestion des fonds ISR ouverts sur le marché français se joue dans le cadre interne des sociétés de gestion. Ces professionnels construisent alors le ou les process de gestion ISR selon les contraintes financières et organisationnelles qui leurs sont propres et l'orientation que souhaite donner l'organisation à son offre de produits ISR.

Dans une première partie, nous nous attacherons à décrire ces contraintes financières et organisationnelles qui dépassent le strict cadre de l'ISR pour éclairer l'ensemble plus large dans lequel s'insère l'offre de placements financiers ISR en France, c'est-à-dire les métiers de l'industrie de la gestion financière. Puis après avoir planté ce décor, l'objectif sera de décrire avec précision les différentes modalités extra-financières choisies par les sociétés de gestion du panel observé pour arriver à la construction de leur process de gestion ISR. Nous ferons ici le constat du caractère privé de la construction et de la qualification de cette offre de produits financiers ISR et nous verrons comment le choix massif des sociétés de gestion, faisant partie du panel, de la construction d'un filtre extra-financier en interne, amène certaines questions sur la capacité d'acteurs privés à se saisir et à définir dans « l'arrière boutique marchande » les contours d'une offre ISR qui constitue aujourd'hui une des formes de production politique observées, les plus innovantes et dynamiques à ce jour.<sup>325</sup>

Si la construction des process de gestion ISR est laissée à des acteurs du marché, ce qui peut entraîner de réels questionnements sur leur capacité et légitimité à arbitrer seuls sur les orientations à donner à cette production politique<sup>326</sup>, il n'en reste pas moins que le résultat

---

<sup>325</sup> Chessel M, Cochoy, F, "Autour de la consommation engagée: enjeux historiques et politiques », Sciences et Sociétés, n° 62 Editions PUM p3-17

<sup>326</sup> Cochoy, F, « Are politics outside or inside markets-or neither one or nor the other : « Lessons from comparative ads and cigarette packs », papier de recherche.



final, c'est-à-dire la composition des portefeuilles, est une donnée qui peut-être théoriquement accessible à tous : clients, médias généralistes ou professionnels, universitaires, associations et autres organisations non gouvernementales. Cette composition de portefeuille, censée être le reflet de la politique officielle d'investissement financier et extra-financier définie et mise en place par les sociétés de gestion est un enjeu chaud dans le champ de l'ISR. Il est chaud car il donne la possibilité à tout observateur de porter un jugement qualitatif sur la capacité des équipes de gestion concernées de tenir ces promesses financières et extra-financières. Ces jugements se concentrent alors sur deux éléments de la performance de ces fonds, questions que nous aborderons dans la seconde partie de ce chapitre.

L'interrogation la plus classique, que la gestion ISR partage avec l'ensemble de la gestion financière est celle de la performance financière. Toutefois sur la gestion ISR, la question se ramifie car l'interrogation ne porte pas seulement sur la capacité de ces fonds à battre le marché mais porte aussi sur un exercice de comparaison entre l'offre classique et l'offre traditionnelle. Les fonds ISR sont-ils moins performants, plus performants ou aussi performants que les fonds classiques ? Cette question, qui rejoint étroitement celle de la matérialité<sup>327</sup> de la recherche extra-financière, évoquée dans le chapitre IV, constitue un enjeu majeur pour les sociétés de gestion. Les acteurs des sociétés de gestion en France sont-ils aussi prompts à s'avancer sur la convergence positive entre performance financière et prise en compte des critères extra-financiers que le sont certains acteurs de la recherche extra-financière en Europe ? Son déploiement chez les acteurs des sociétés de gestion est assez différent de celui que nous avons pu observer pour les acteurs de la recherche extra-financière. L'analyse des travaux universitaires, des articles de presse consacrés à cette question et des travaux des sociétés de gestion sera utile pour qualifier ce déploiement. Elle sera complétée par l'analyse de propos recueillis auprès de représentants de sociétés de gestion sur la question de la performance lors de l'enquête par observation participante.

La seconde interrogation porte non plus sur la performance financière mais sur la performance extra-financière qui découle de la mise en place de ces process de gestion ISR. Ce terme de performance extra-financière, qui pourrait être jugé comme abusif désigne aujourd'hui de manière assez floue dans la communauté des acteurs de l'ISR, l'impact de l'application de ces process de gestion sur les entreprises. La question se ramifie alors en

---

<sup>327</sup> Le caractère matériel d'une information extra-financière est défini par les auteurs du rapport Mistra 2004 comme quelque chose qui amène une personne ayant connaissance de cette information à prendre une décision différente de celle qu'elle aurait prise en n'ayant accès qu'aux données financières. Les informations extra-financières matérielles sont toutes celles qui permettraient aux investisseurs de prendre des décisions à la plus value financière positive.

deux branches distinctes, l'une portant plus directement sur le résultat du process de gestion ISR, l'autre sur sa mise en application.

La première porte - puisque les process de gestion ISR mis en place sont essentiellement des process de sélection de type positif- sur le degré de sélectivité des fonds ISR par rapport à des fonds classiques. Les portefeuilles dits ISR sont-ils au final différents des portefeuilles classiques ? Quel genre d'entreprises trouve-t-on dans ces fonds ?

La seconde se cristallise sur la capacité lors de la mise en application de ces process de gestion des sociétés de gestion à faire changer le comportement des entreprises. Est-ce que les entreprises, grâce aux process de gestion ISR choisis par les sociétés de gestion, sont amenées à modifier de manière significative leur comportement en matière extra-financière ?

Les réponses données à cet ensemble d'interrogations par les sociétés de gestion, dans les milieux universitaires et chez les médias généralistes et professionnels sont assez différenciées. Une certaine forme de scepticisme reste latente, plus ou moins relayée par les médias mais aussi par des associations et des ONG aux préoccupations et aux objectifs pluriels. Portant à la fois sur les process et les résultats de ces process, cette défiance semble en partie reposer sur la difficulté de qualifier la performance financière et extra-financière de ces fonds ainsi que les différentes étapes amenant à une composition de portefeuille donnée.

La confiance a du mal à s'établir et si elle s'établit, la défiance peut toujours resurgir chez les souscripteurs et les observateurs du champ sachant que les instances officielles de régulation et de normalisation restent pour le moment assez coites sur la possibilité de mettre en place un processus de standardisation ou de normalisation nationale ou internationale de ces produits financiers, qualifiés d'autorité d'ISR par les acteurs privés marchands que sont les sociétés de gestion. Parallèlement à cette prudence des pouvoirs publics et des instances de normalisation, d'autres instances de type privé ou hybride se mettent, avec l'explosion de l'offre ISR en 1999 en France, à investir du temps et de l'argent sur la construction de dispositifs de jugement sur la qualité extra-financière et extra-financière de ces fonds ISR. Après un point sur une initiative de l'Eurosif<sup>328</sup>, nous concentrerons en dernier lieu le propos sur la description du dispositif de jugement sur les fonds ISR mis en place par Novethic depuis les années 2000. Cette description sera l'occasion d'explorer à la fois la face

---

<sup>328</sup> L'Eurosif est un forum hybride de promotion de l'ISR regroupant des professionnels de la gestion, des agences d'analyse et de notation extra-financières, des chercheurs, des ONG.

marchande et la face organisationnelle<sup>329</sup> d'un dispositif de jugement encore très jeune en nous appuyant sur les travaux sociologiques de l'économie de la qualité<sup>330</sup>.

## **I) La construction des process de gestion ISR : traductions pratiques des orientations financières et extra-financières prises par les sociétés de gestion**

### **1) Quand les fonds ISR sont aussi et avant tout des placement financiers...**

Le champ de l'investissement socialement responsable s'encastre dans un champ plus large, celui des espaces de la Finance même si une part de ces préoccupations et de ces acteurs en déborde le strict cadre. Cette affirmation est d'autant plus vraie en France que l'offre de produits ISR n'a pas été organisée comme aux Etats-Unis par des acteurs aux convictions militantes affichées<sup>331</sup>, parfois officiellement en contradiction avec les pratiques des autres professionnels de la Finance. Elle a été, en général, prise en charge par les acteurs traditionnels de la gestion financière. Ces derniers ont abordé l'ISR, avec des degrés certainement plus ou moins forts de conviction personnelle, mais sans forcément de remise en question des pratiques et des expertises en vigueur dans les métiers de la gestion financière.

C'est pourquoi ici, après s'être interrogé sur la structuration des métiers de la Finance et plus particulièrement des métiers de la gestion d'actifs dans le chapitre II et avant de traiter de l'articulation des exigences financières et extra-financières lors de la construction des process de gestion ISR, il est pertinent de revenir plus précisément sur ce que l'on entend par le terme générique de gestion financière.

---

<sup>329</sup> Gond, J-P, 2003, *La construction sociale de la responsabilité sociale de l'entreprise, Etude du cas Arese*, Mémoire de maîtrise de sociologie, Université Toulouse II.

<sup>330</sup> Karpik, L., 1996, « Dispositifs de confiance et engagements crédibles », *Sociologie du travail*, 38(4), p 527-550.

-, 2000, « Le guide rouge Michelin », *Sociologie du travail*, 42(3), p 369-389.

-, 2002, « Que faire des singularités », *Sociologie du travail* (44)2, p 279-287.

Musselin, C., Paradeise, C., 2002, « Le concept de la qualité, où en sommes nous ? », *Sociologie du travail*, (44)2, p256-260.

<sup>331</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2004, op.cit. Amy Domini, une des grandes figures de l'ISR américain, conte dans ses ouvrages comment la révélation de la nécessité de mettre ses valeurs en accord avec ses convictions personnelles et de sa volonté de changer le monde l'ont entraîné à quitter son emploi dans une société de courtage financier pour créer sa propre société de gestion dédiée à l'ISR avec Peter Kinder et Steve Lindenberg.

### A) Quelques précisions sur la gestion d'actifs

Les métiers de la gestion et principalement celui de gérant d'actifs ont subi de fortes mutations en France dans les années 1990. La profession s'est restructurée sous l'influence de certains groupes de pression pour adopter les standards professionnels de la gestion d'actifs anglo-saxonne reposant sur deux grands principes : une répartition plus claire de l'expertise financière selon des lignes différenciées de métiers et un souci de transparence accrue sur les process de gestion en raison de la nécessité de rendre des comptes à une clientèle institutionnelle de plus en plus exigeante, maîtrisant les grands tenants de la gestion financière. Une des conséquences directes de cette restructuration est de transformer le métier de gérants d'actifs selon Kleiner<sup>332</sup>. Ces derniers, parfois surnommés « les divas de la Finance », bénéficiant jusque-là d'une grande liberté d'action et de mouvement, sont alors censés se soumettre à une organisation du travail plus formalisée avec obligation systématisée de rendre des comptes sur les manières concrètes dont ils appliquent leur expertise financière pour générer une plus value financière. L'analyse thématique du chapitre IV a permis ainsi de constater que cette restructuration par ligne de métier, en créant notamment la catégorie d'analystes financiers buy side, entraîne des luttes stratégiques de pouvoir entre cette nouvelle catégorie d'acteurs et les gérants au sujet de la détermination de valeur ajoutée de chacun de ces métiers en terme de création de valeur financière. Ces mutations et ces conflits organisationnels peuvent avoir un impact non négligeable sur la structuration des métiers et de l'offre ISR.

Les débats dans la gestion financière ne se limitent pas cependant aux aspects organisationnels mais aussi à des aspects théoriques et à leur mise en application pratique. Ils reposent essentiellement sur la question des styles de gestion, adoptés par les professionnels de la gestion d'actifs. Le concept de style de gestion englobe deux dimensions: l'objectif de gestion et le mode de sélection des valeurs.

L'objectif de gestion est déterminé par l'objectif de performance que s'assigne ou qui est assignée à la société de gestion selon des contraintes spécifiques : seuil toléré de prise de risque sur les marchés financiers, horizon temporel fixé pour atteindre cette performance ainsi que contraintes en terme d'univers d'investissement (classe d'actifs, zone géographique).

---

<sup>332</sup> Kleiner, T, 2003, « La consécration des gestionnaires d'actifs sur la Place de Paris », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, p42-50. Voir chapitre II.

Le mode de sélection des valeurs désigne les méthodes de gestion et les techniques de construction de portefeuille choisies par la société de gestion pour atteindre son objectif de gestion. Les travaux académiques sur la Finance distinguent deux grandes philosophies de sélection des valeurs : la gestion passive et la gestion active<sup>333</sup>.

La gestion passive essaye de répliquer l'évolution d'un indice<sup>334</sup> de référence dénommé de façon usuelle par les acteurs de la gestion d'actifs « le benchmark ». Cette philosophie repose sur l'idée sous jacente que les marchés sont efficaces et que l'obtention d'une bonne performance nécessite de suivre à la lettre les évolutions des marchés financiers. En pratique, le gérant achète tout ou une partie des valeurs composant l'indice de référence et ajuste sa composition en fonction de l'évaluation de l'indice. La gestion passive peut-être facilement gérée par des logiciels informatiques. Le terme souvent utilisé dans la presse financière pour désigner cette forme de gestion en France est la gestion indicielle.

La gestion active se différencie de la gestion passive par sa volonté de battre les marchés financiers. Au sein de la gestion active, il est possible de distinguer deux sous-catégories distinctes : la gestion quantitative et la gestion qualitative.

La gestion quantitative est finalement assez proche de la gestion passive car la comparaison de la performance des fonds à celle des indices y est structurante. Par ailleurs, une grande place est laissée à l'outil informatique dans cette forme de gestion. Les logiciels remplacent la plus grande partie du travail du gérant. Ce dernier fixe a priori un objectif de risque et de sur performance d'un référent, ainsi qu'un ensemble d'actions parmi lesquelles l'ordinateur va choisir chaque jour, selon des calculs à partir d'importantes bases de données, celles qui vont intégrer le portefeuille. Cependant, le gérant « nourrit » le logiciel avec des paramètres sur lesquels il garde une latitude de choix : les notations des analystes, la méthode

---

<sup>333</sup> Les typologies suivantes sont construites à partir du croisement de trois sources documentaires : Aaron C., Bilon, I., Galanti, S., Tadjeddine, Y., 2004, « Les styles de gestion des gérants OPCVM France en 2003 », papier présenté lors d'un séminaire de l'association SSFA.  
De Brito, C., Desmartin, J-P., Lucas-Leclin, V., Perrin, F., 2005, « Les politiques d'investissement des fonds ISR » in *L'investissement Socialement Responsable*, Editions Economica, p 212-247  
Groupe de travail ORSE, 2003, « Les stratégies de développement durable nourrissent-elles la performance économique des entreprises ? », p 14-23

<sup>334</sup> Sur les marchés financiers, les prix des valeurs mobilières et les volumes de transaction évoluent chaque jour. Les intervenants de ces marchés ont besoin d'une information synthétique pour connaître l'évolution du marché et par la même sa performance. En France, l'indice boursier de capitalisation le plus connue est le CAC 40. Les indices peuvent être produits par les autorités de marché ou par des société de production d'information financières, les plus connues étant Morgan Stanley avec les indices MSCI, Dow Jones avec les indices DJStoxx.

d'évaluation des actifs. Certaines sociétés de gestion spécialisées dans la gestion quantitative construisent leur propre logiciel.

La gestion qualitative, aussi dénommée gestion traditionnelle, ne se réfère en revanche ni à un indice ni à un objectif a priori de performance. Ce style de gestion se définit avant tout par la recherche d'opportunités financières, fondée sur l'analyse des grandes données macro-économiques et de la connaissance approfondie des entreprises cotées et de leurs dirigeants. Il existe deux grandes familles d'approches de la sélection des valeurs : l'approche top-down ou approche descendante et l'approche bottom-up ou approche ascendante.

L'approche descendante repose sur une analyse macro-économique. Le but est de formuler un jugement sur l'évaluation possible de grandes variables macro-économiques (croissance du Produit Intérieur Brut, évolution du chômage, dépenses des ménages) afin d'orienter les investissements vers des secteurs qui pourraient en tirer parti. Ces anticipations sont formulées par les acteurs occupant les fonctions de stratégestes ou encore de tacticiens dans les sociétés de gestion. Par exemple, si ces derniers anticipent une baisse du PIB en Europe, les gérants d'actifs suivant une approche descendante peuvent s'orienter vers les secteurs dits défensifs (services collectifs, biens de consommation courante) afin de limiter l'impact d'un retournement d'activité.

L'approche ascendante part de l'analyse de l'entreprise pour sélectionner les titres du portefeuille. Elle s'appuie essentiellement sur le travail d'analyse dite fondamentale effectuée par les analystes financiers et parfois par les gérants. Il existe plusieurs grands types de critères de sélection des entreprises dans l'approche ascendante. Les deux variantes les plus connues sont la gestion « *Growth* » et la gestion « *Value* ».

Dans la gestion *Growth*, encore appelée « *stock picking growth* », le gérant investit en priorité dans des entreprises dont il estime qu'elles sont sous-évaluées par le marché.

Dans la gestion *Value* ou « *stock picking value* », le gérant privilégie les grandes sociétés à signatures reconnues et dont les bénéfices croissent régulièrement. Celles-ci sont en générale plus chères que les autres valeurs car elles ont des performances élevées.

La gestion active englobe aussi d'autres modes de sélection. La gestion sectorielle consiste à pondérer les secteurs différemment selon la conjoncture économique et financière. Le plus souvent, ce ne sont pas les secteurs économiques qui sont pondérés mais quatre types

de valeurs : les cycliques, les défensives, les valeurs de croissance et les valeurs technologiques<sup>335</sup>.

Le dernier mode de sélection que nous évoquerons ici est la gestion alternative qui a été la coqueluche des investisseurs institutionnels américains pendant la décennie 1990 et a causé certaines déconvenues financières pendant les années 2000. Plus connus sous le nom de « *hedge funds* », les fonds gérés de façon « alternative » regroupent une grande variété de pratiques, mais dont les éléments communs sont : un objectif de performance absolue et l'utilisation récurrente de méthodes d'arbitrage sophistiquées entre sociétés de même secteur.

La pierre de discorde entre les tenants de la gestion passive et ceux de la gestion active se cristallise sur la prétention des acteurs de la gestion active, quelle que soit leur approche, de battre les indices financiers, c'est-à-dire de faire mieux que les marchés en tirant partie des inefficiences financières. Or, les études empiriques en économie menées jusque-là, n'ont pu faire la preuve de la capacité d'un portefeuille géré de façon active de battre durablement les indices financiers, piliers de la gestion passive. Ceux-ci, en synthétisant le marché, seraient les portefeuilles les plus efficaces en raison de leur capacité à intégrer la totalité de l'information publique disponible. Les milieux académiques travaillant sur la Finance sont dès lors défiants vis-à-vis de la gestion active, qui finalement, n'a jamais fait la preuve

---

<sup>335</sup> Aaron, C., Bilon, I., Galanti, S., Tadjeddine, Y., 2004, op.cit, p 21 : Annexe 1 : définition des styles de gestion dans la presse professionnelle.

**Les valeurs « cycliques » :** Les caractéristiques d'identification de ces valeurs sont : une remontée boursière « 6 à 9 mois » avant la reprise de la croissance ; un lien fort au cycle économique. Le premier indicateur est le cours des matières premières qui repart à la hausse suite à une reprise de la demande de biens de production (Industries de bases, Bâtiment...) censée résulter d'une amélioration du carnet de commande en biens de consommation (Automobile), ou de services à forte élasticité de revenus (Hôtellerie, Médias, Banque et Assurances). Les investisseurs reviennent sur ces valeurs au plus bas de la récession. A ce moment, elles ont des PER élevés, puisque les bénéfices attendus sont bas. A court terme, leur performance peut être forte quand les investisseurs parient sur la reprise des commandes, (Michelin et Usinor : 70 % à 100% en 6 mois, octobre-mars 2002) mais à long terme la performance est incertaine (3% à 17% en 8 ans). Euronext a adopté récemment le « Système de classification International FTSE », qui définit les valeurs cycliques par l'importance de l'élasticité de la demande adressée à ce secteur par rapport au PIB.

**Les valeurs « défensives » :** Elles ont une faible progression des bénéfices et un rendement long terme positif mais faible. En général ce sont des entreprises capables d'imposer leur prix au marché. Comme elles traversent les turbulences boursières sans variations brutales, on se replie sur elles dans la phase descendante du cycle ou quand on anticipe une remontée des taux d'intérêts. On en trouve dans le secteur de l'Energie, l'Immobilier, les Spiritueux.

**Les valeurs « de croissance » :** Elles ont une progression régulière des cours, reflet de l'augmentation régulière des profits. Ce sont en général des entreprises leaders, souvent capables d'imposer leur prix au marché. On trouve les secteurs de la Pharmacie, le Luxe, la Distribution, les Services aux collectivités. Les marchés se tournent vers ces valeurs quand la reprise économique est déjà enclenchée, "après le rebond".

**Les valeurs « technologiques » :** (Opérateurs Télécom, SSII, Logiciels, Matériel informatique). Ce terme est influencé par l'actualité de ces dernières années. Toutefois les caractéristiques générales suivantes ont pu concerner d'autres secteurs au cours de l'histoire : évolution erratique des résultats, d'où des variations boursières de forte amplitude, en général avec un emballement suivi d'une désaffection. On parie sur ces valeurs quand on anticipe une reprise forte et soudaine : si elle advient, la performance est supérieure aux valeurs cycliques ; les parts respectives (cycliques / technologiques) reflètent l'anticipation de la soudaineté de la reprise.

scientifique de sa valeur ajoutée financière. Ces constats empiriques n'empêchent pourtant pas la gestion active de se porter plutôt bien comme le démontre notamment l'engouement des investisseurs institutionnels pour la gestion alternative.

Comme le remarque les chercheurs en économie Aaron, Bilon, Galanti et Tadjeddine, s'il est possible de définir des styles de gestion à partir de la littérature théorique voire de créer des typologies en partant de l'observation du réel, comme ils le réalisent eux-mêmes dans leur recherche -par une étude des terminologies utilisées dans la presse financière et une passation de questionnaires auprès de gérants d'actifs-, les pratiques sont beaucoup moins définies sur le terrain. Ils rappellent ainsi dans leur article que légalement la gestion d'un portefeuille d'actifs relève entièrement du choix du gérant de manière discrétionnaire. Aucun organisme n'impose de critères de gestion<sup>336</sup>. Dès lors, il n'est pas aisé de tenter une classification des styles de gestion, car il arrive souvent que tous les gérants n'aient pas exactement la même définition d'un style donné. D'autre part, l'application pratique des styles de gestion par chaque gérant laisse apparaître une réelle diversité. Une analyse très fine de chaque gestion d'OPCVM permettrait d'identifier, à l'extrême, autant de styles de gestion que de gérants.

### **B) Aspects financiers des process de gestion ISR mis en place par les sociétés de gestion soumises à l'enquête par questionnaire**

La prise en compte de la dimension extra-financière dans les process de gestion ISR mis en place par les entreprises s'articule étroitement avec des choix de gestion financière pris au préalable ou simultanément par les acteurs des sociétés de gestion. C'est pourquoi, il est pertinent ici, avant de revenir plus spécifiquement au déploiement de la dimension extra-financière dans les process de gestion ISR de notre échantillon, de revenir sur les aspects strictement financiers.

#### **a) Mode de sélection des valeurs : la prédominance des approches qualitatives**

Malgré les précautions de cette équipe de chercheurs sur la limite de l'approche de catégorisation des styles de gestion mis en place par leur soin lors de leur enquête par

---

<sup>336</sup> Seule l'autorité des marchés financiers (AMF), dans les notices d'informations relatives à chaque produit, oblige le gérant à déclarer s'il utilise ou non les marchés à terme et à évaluer la part minimale d'actions que le portefeuille peut contenir.



questionnaire, il m'a semblé pertinent d'emprunter en partie leur approche. Les sociétés de gestion du panel ont donc été interrogées sur la catégorisation de leur propre style de gestion financière en reprenant les sept styles de gestion définis par ces chercheurs auxquels j'ai ajouté une catégorie « autres »:

| Style de gestion | Qualitative | Autres | Quantitative | Stock Picking Growth | Stock Picking Value | Indicielle | Alternative | Sectorielle |
|------------------|-------------|--------|--------------|----------------------|---------------------|------------|-------------|-------------|
| % de SG          | 54%         | 32%    | 7%           | 7%                   | 4%                  | 0%         | 0%          | 0%          |

Tableau 27 ET : Les styles de gestion adoptés par les gérants ISR

Le premier constat à faire est celui de la très grande prédominance voire de l'omniprésence de la gestion dite active puisque la gestion indicielle, style de gestion représentatif de la gestion passive n'est plébiscitée par aucune des 28 sociétés de gestion ayant répondu à l'enquête consolidée de 2004-2005.

Dans la gestion active, c'est la gestion qualitative qui paraît la plus pratiquée. En effet, 54% des sociétés de gestion déclarent adopter un style de gestion qualitatif. De plus 7% et 4% des enquêtés identifient le style de gestion adopté sur leur offre ISR à une gestion « *Growth* » ou une gestion « *Value* », c'est-à-dire qu'ils se prononcent pour des approches catégorisées comme faisant partie de la gestion qualitative.

Quant à la gestion sectorielle et à la gestion alternative, elles remportent un nombre de voix nul. La gestion quantitative remporte des suffrages beaucoup plus modérés, de l'ordre de 7%. Il s'agit de sociétés d'origine étrangère. L'une d'entre elles pratique aussi la gestion qualitative ce qui atteste l'hypothèse d'Aaron et alii sur le caractère hybride des styles de gestion employés par les gérants d'actifs.

Finalement, c'est la catégorie « autres » après celle de la gestion qualitative qui est la plus plébiscitée par les sociétés de gestion. Cette utilisation de la catégorie « autres » renvoie à la réticence de certaines sociétés de gestion à classer leur style de gestion dans une case pré-établie. A l'exception de deux cas, les sociétés de gestion ayant choisi cette case semblent être des structures qui font un savant mélange entre les différentes approches de la gestion qualitative. Quatre des sept sociétés de gestion concernées personnalisent leur style de gestion en lui donnant le nom même de la société de gestion<sup>337</sup>. Toutes semblent ici mélanger les approches descendantes et ascendantes, les styles de gestion *Growth* ou *Value* qui peuvent être éventuellement mâtinées de gestion sectorielle. Les deux derniers cas de la catégorie « autres » se positionnent plus comme des hybrides entre éléments de gestion qualitative et de

<sup>337</sup> Ex La Banque Universelle désigne son style de gestion par le terme « style Banque Universelle ».

gestion quantitative ou indicielle. SG 14 définit ainsi son mode de sélection comme un mélange entre l'approche qualitative et l'approche indicielle. Quant à celui de SG 23, il est défini comme une tentative de fusion de la gestion quantitative et de l'analyse fondamentale sur les entreprises, forme d'analyse traditionnellement plus utilisée dans les approches qualitatives.

Peut-on affirmer dès lors que le mode de sélection le plus adopté par les gérants de fonds ISR s'apparente à la gestion qualitative? Il convient ici de rester très prudent. Il semble en effet que le fait que la recherche extra-financière repose sur une analyse détaillée du comportement des entreprises soit un élément de rapprochement non négligeable avec une gestion qualitative où les gérants s'appuient généralement sur leur bonne connaissance des entreprises et des directions pour effectuer leurs paris financiers. Toutefois cette remarque ne vaut que pour le panel interrogé qui reste restreint. De plus, il faudrait pouvoir déterminer sur les fonds non ISR ayant les mêmes univers d'investissement que les fonds ISR, la répartition exacte de ces fonds par style de gestion. Par exemple, l'enquête menée par Aaron et alii en 2003 sur la catégorie des fonds actions France, démontre que la gestion qualitative est celle qui est la plus utilisée par les gérants de ces fonds, comme ici dans notre enquête sur les fonds ISR. Ceci nuance plutôt l'idée que l'ISR en France se démarquerait par un rapprochement plus marqué que les fonds traditionnels avec une approche de gestion qualitative.

#### *b) Les contraintes d'investissement : classes d'actifs et univers géographiques*

Le style de gestion adopté par un fonds se définit par un mode de sélection des valeurs mais aussi par des contraintes spécifiques d'investissement : contraintes temporelles, contraintes de risques, contraintes d'univers d'investissement.

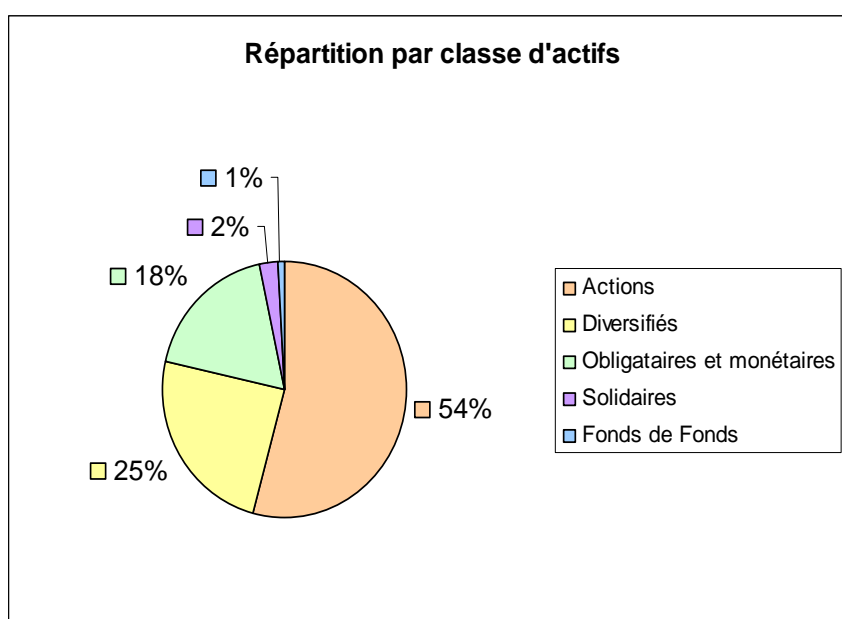
En ce qui concerne les contraintes temporelles, les fonds ISR observés affichent des horizons de performance similaires à ceux des OPCVM<sup>338</sup> traditionnels. Ces derniers oscillent entre 5 et 8 ans de manière générale.

Les seuils de prise de risque sont pluriels mais restent majoritairement dans les normes traditionnelles des OPCVM. Il existe néanmoins des variations selon les sociétés de gestion et le poids plus ou moins fort des exigences d'une clientèle institutionnelle sur la garantie d'un rendement financier minimum.

---

<sup>338</sup> Organisme de placement collectif en valeurs mobilières

Sur les contraintes de classes d'actifs, il est à remarquer que la totalité des sociétés de gestion, qui ont été soumises à l'enquête, ont été uniquement interrogées sur leur offre de fonds ISR actions ou à dominante actions<sup>339</sup>. Toutefois, il faut souligner ici qu'il existe sur le marché des fonds ISR français des fonds obligataires et monétaires fonctionnant sur le marché de la dette:



Répartition des 122 fonds ISR répertoriés sur le marché français de l'ISR selon les classes d'actifs, au 31 décembre 2004  
(Source : Novethic et Amadeis)

Graphique extrait de *l'Indicateur Novethic*, quatrième trimestre 2004

Le marché des actions reste cependant le premier berceau en France de la gestion ISR car la recherche extra-financière, proposée au départ par ARESE, porte sur l'univers des entreprises cotées. Comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, la diversification de l'activité de ces agences vers l'évaluation et la notation d'entreprises et d'autres entités concernées par le marché de la dette est beaucoup plus récente. C'est pourquoi dans l'enquête, nous avons préféré nous concentrer sur les fonds actions et à dominante actions dont la structuration, même si elle reste récente, est plus affirmée que sur l'obligataire ou le monétaire où la mise en place de principes de gestion ISR reste balbutiante. Nous évoquerons toutefois les modalités de cette gestion obligataire puisque sur les 57 fonds offerts par les 28 sociétés de gestion observés, même s'ils sont à dominante actions, 26% ont une part obligataire plus ou moins élevée.

<sup>339</sup> Ceux-ci portent alors le nom de fonds diversifiés car ils portent sur plusieurs classes d'actifs.

Sur la partie actions, le premier constat à faire est l’omniprésence sur le panel des sociétés de gestion observées, du placement dans les actions des grandes entreprises cotées, c'est-à-dire en général des grands groupes à la dimension multinationale<sup>340</sup> :

| Type d'entreprises privilégiées | Grandes capitalisations cotées | Moyennes capitalisations cotées | Entreprises non cotées | Petites capitalisations cotées | Autres |
|---------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|------------------------|--------------------------------|--------|
| % de SG                         | 100%                           | 18%                             | 11%                    | 4%                             | 0%     |

Tableau 28 ET : Tailles des entreprises privilégiées par les gérants ISR

Elles sont beaucoup moins nombreuses à investir dans les moyennes entreprises cotées (18%) et encore moins nombreuses à le faire dans les petites entreprises cotées (4%). Les sociétés qui se tournent vers ce type d’entreprises sont soit des sociétés de gestion françaises de petite taille, spécialisées sur ce marché des petites et moyennes entreprises cotées soit des sociétés de gestion d’origine étrangère. Ces dernières se tournent souvent vers le placement dans des petites et moyennes entreprises positionnées de façon innovante sur des secteurs fortement liés à la thématique sociale et environnementale.

Quant à la part de 11% des sociétés de gestion qui déclarent placer une part des actifs de leurs fonds dans des entreprises non cotées, il s’agit de fonds que l’on désigne usuellement par le terme de « fonds solidaires » car au moins 5% de leur encours doit être investi dans des entreprises identifiées par les pouvoirs publics comme faisant partie du champ de l’économie solidaire. La création de ce type de fonds, fusionnant la logique ISR et solidaire (90 % de l’encours sur de grandes valeurs sélectionnées sur critères extra-financiers, 10 % sur des valeurs solidaires), a été stimulée par la loi Fabius du 19 juillet 2001 sur l’Epargne Salariale. Les acteurs en charge du développement de l’offre ISR au sein des sociétés de gestion délèguent alors le plus souvent la sélection des entreprises solidaires à des organismes spécialisés sur la question comme France Active<sup>341</sup> ou encore l’ADIE<sup>342</sup>.

<sup>340</sup> Les grandes entreprises françaises et étrangères sont généralement celles qui sont cotées sur le Premier Marché. Leur capitalisation boursière est d’au moins 500 à 800 millions d’euros et au moins 25% de leur capital est offert au public. Les moyennes et petites entreprises sont elles le plus souvent cotées sur le Second Marché. Elles ont un capital d’au moins 12 à 15 millions d’euros. 10% de leur capital est offert au public soit au moins 4,5 millions d’euros. Source : Belletante, M., Mahéault, L., 2000, *Dictionnaire de la Bourse et des Marchés*, Hatier Paris, p149.

<sup>341</sup> L’association France Active a été créée en 1988, sous l’égide de la Fondation de France, par la Caisse des Dépôts et Consignations, l’agence nationale pour la création d’entreprises, le Crédit Coopératif, la Fondation MACIF et des organisations caritatives. France Active a contribué à créer et à fédérer un réseau de plus de 30 Fonds Territoriaux qui ont pour mission de lutter pour l’insertion par l’économie en apportant aux porteurs de projet un accès au crédit, une expertise et un soutien financier (garanties sur emprunts bancaires et fonds propres)

<sup>342</sup> Association pour le droit à l’initiative économique créée en 1989 par Maria Nowak pour soutenir les projets des plus démunis, des chômeurs et des RMistes.

L'omniprésence des grandes entreprises multinationales dans les fonds ISR offerts sur le marché français résulte essentiellement de la façon dont le marché de la recherche extra-financière s'est structuré en France. Les premières sociétés de gestion intéressées par la démarche d'ARESE ont orienté la recherche de l'agence vers la couverture des plus grandes capitalisations européennes cotées en laissant dans un premier temps de côté les petites et moyennes entreprises.

Simultanément, du côté des entreprises, ce sont en majorité les grandes firmes multinationales qui se sont véritablement emparées des thématiques du développement durable et de la RSE, car elles sont soumises à une pression des médias et de la société civile beaucoup plus accentuée que celle que peuvent connaître les petites et les moyennes entreprises. Ces dernières, par ailleurs, même si certaines sont engagées de manière pionnière dans le champ, n'ont pas les mêmes moyens humains et financiers pour mettre en place les dispositifs d'information et de communication permettant de relayer jusqu'aux agences les informations extra-financières.

Les agences sont conjoncturellement amenées à s'intéresser aux grandes entreprises qui intéressent en priorité leurs clients et sont à la fois les plus à même et les plus soucieuses de fournir de l'information extra-financière sur leur activité. La structuration de la recherche extra-financière en France crée donc un biais en faveur des grandes sociétés multinationales cotées dans les portefeuilles ISR. Il est à noter que selon les aires culturelles, le biais sur les classes d'actifs n'est pas forcément similaire. Aux Etats-Unis et en Angleterre, le biais concerne au contraire les petites et moyennes entreprises car les fonds ISR de ces pays ont tendance à privilégier l'investissement dans des petites sociétés innovantes sur le plan social et environnemental.

Par ailleurs, les sociétés de gestion faisant partie du panel privilégient dans leur majorité l'investissement sur la zone Euro et la zone Europe :

| <i><b>Zone géographique d'investissement privilégié</b></i> | <b>Euro</b> | <b>Europe</b> | <b>Monde</b> | <b>Amérique du Nord</b> | <b>Pacifique</b> | <b>France</b> | <b>Autres</b> |
|-------------------------------------------------------------|-------------|---------------|--------------|-------------------------|------------------|---------------|---------------|
| <b>% de SG</b>                                              | 50%         | 50%           | 21%          | 4%                      | 4%               | 0%            | 0%            |

Tableau 29 ET : Zones géographiques privilégiées par les gérants ISR

21% des sociétés de gestion déclarent proposer des fonds ISR sur la zone monde. Il est à remarquer que cette catégorie comprend essentiellement des offreurs d'origine étrangère ou franco étrangère. Certains proposent un unique fonds ISR investi sur la zone monde. SG7, elle, propose une gamme complète de fonds qui se différencie notamment par la zone géographique d'investissement privilégiée : Euro, Europe, Monde, Amérique du Nord ou encore zone Pacifique.

Ici aussi la structuration de la recherche extra-financière dans chaque aire géographique a un impact sur les choix d'univers d'investissement des fonds ISR. En France, de nombreux offreurs travaillent avec Vigeo dont l'univers d'évaluation et de notation s'est d'abord concentré sur la France, puis sur l'Europe. Une grande partie des structures proposant de la recherche extra-financière en France sont, elles aussi, concentrées sur la zone Europe même si certaines travaillent aussi sur l'Amérique du Nord et certains pays de la zone pacifique. De plus sur la zone Europe, il est nécessaire de constater qu'aujourd'hui l'Europe du Nord et l'Europe continentale sont des zones mieux couvertes que l'Europe du Sud.

Les sociétés de gestion sont tributaires des avancées de la recherche extra-financière, en particulier de celle la plus utilisée dans leur pays d'origine. Celle-ci est elle-même tributaire de la capacité des entreprises à fournir de l'information extra-financière, capacité dépendant notamment de leur sensibilité aux thématiques du développement durable et de la RSE.

S'il n'est pas aisé aujourd'hui de définir si les process de gestion ISR mis en place par les sociétés de gestion se déterminent en fonction d'un mode particulier de sélection des entreprises, il semble que sur le marché français, les acteurs mettant en place ces process de gestion soient soumis à certaines contraintes sur leurs univers d'investissement. Ces contraintes d'investissement ne paraissent dès lors pas tant liées à des considérations financières de recherche de performance mais ont plutôt à voir avec des contraintes conjoncturelles et structurelles propres aux modalités de la construction de la recherche extra-financière.

## **2) La fusion des approches financières et des approches extra-financières dans le process de gestion ISR : réussite ou échec de la greffe ?**

Une part de l'activité des cellules dédiées ISR, comme l'a démontré le chapitre IV, est bien d'organiser et de rendre viable des process de gestion ISR censés articuler exigences et pratiques financières avec les nouvelles exigences et pratiques extra-financières inhérentes à la création d'une offre de produits financiers ISR. Nous verrons dans cette partie que le terme de fusion pour décrire les liens entre dimensions financière et extra-financière dans la construction de ces process de gestion ISR se révèle aujourd'hui peut-être un peu fort. En effet, même si les sociétés de gestion ont consenti à de nombreux efforts pour s'approprier les thématiques de l'éthique, du développement durable et de la RSE pour les traduire dans la mise en place de leur offre ISR, considérations extra-financières et gestion financière gravitent dans des univers souvent imperméables l'un à l'autre. Le positionnement des sociétés de gestion sur la question du mode privilégié de sélection financière des valeurs par les équipes de gestion d'actifs n'est pas neutre dans la structuration finale des process de gestion ISR.

Nous nous attacherons en premier lieu à la description des philosophies d'investissement affichées avant de faire celle des différentes étapes des process de gestion pour tenter d'illustrer cet état des lieux.

### **A) Les politiques affichées d'investissement socialement responsables**

#### **a) Les terminologies privilégiées par les sociétés de gestion : développement durable et responsabilité sociale en tête**

Un des marqueurs utiles pour déterminer les grandes philosophies d'investissement socialement responsables construites par les acteurs des sociétés de gestion est la terminologie utilisée pour qualifier les fonds qu'ils peuvent mettre sur le marché. Dans le questionnaire adressé aux sociétés de gestion, une question demandait explicitement aux répondants de déterminer quelle était la terminologie la plus adéquate pour désigner l'offre ISR mise en place. C'est la terminologie de « fonds de développement durable » qui est largement mise en avant par les répondants avec plus de deux tiers des réponses :

| <i>Terminologie choisie pour définir l'offre ISR</i> | Fonds développement durable | Fonds socialement responsable | Fonds socialement responsable et solidaire | Autres | Fonds environnemental | Fonds éthique | Fonds solidaire |
|------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|--------------------------------------------|--------|-----------------------|---------------|-----------------|
| % de SG                                              | 68%                         | 43%                           | 11%                                        | 11%    | 7%                    | 4%            | 4%              |

Tableau 30 ET : terminologie privilégiée pour qualifier l'offre ISR

La terminologie « fonds socialement responsable » se positionne en seconde place avec 43% de réponses.

Le choix des terminologies « fonds socialement responsable et solidaire » et « fonds solidaire » est lié à la volonté des répondants de mettre en avant la spécificité de certains fonds commercialisés. Les répondants ayant mis en place une offre de placements socialement responsables dont une part d'au moins 5% est investi dans des structures de l'économie solidaire choisissent systématiquement une de ces deux terminologies. De manière similaire, les sociétés de gestion qui on crée des fonds ISR concentrés sur la thématique de l'environnement privilégient le terme de « fonds environnemental ».

Dans la catégorie « autres » qui récolte 11% des voix, la logique est en partie la même. La terminologie « fonds gouvernance d'entreprise » signale que le fonds en question est uniquement centré sur cette thématique. Celle de fonds « environnement et éthique » désigne le fait que le fonds possèdent à la fois des critères d'exclusion de type moral et une approche d'inclusion sur les thématiques environnementales.

Il est à remarquer que la terminologie « fonds éthique » est privilégiée par une seule société de gestion à laquelle on peut ajouter la société de gestion qualifiant son fonds « d'éthique et environnemental ». Pour ces deux sociétés de gestion, cette terminologie est utilisée pour signifier que les fonds mis en place ont des critères d'exclusion ayant à voir avec la sphère des convictions morales. Ces critères d'exclusion, dans les deux cas, ont été choisis en partenariat avec une clientèle de congrégations religieuses.

Toutefois, le fait de ne pas se positionner sur la terminologie « fonds éthiques » ne revient pas obligatoirement pour les sociétés de gestion à ne pas avoir de critères d'exclusion. De nombreuses sociétés de gestion, en majorité d'origine étrangère, préfèrent la terminologie « développement durable » ou « RSE » mais appliquent toutefois des critères d'exclusion concernant les « sin stocks », le nucléaire ou encore le mauvais traitement des animaux.

Pour les offreurs français, la situation est plus tranchée. Pour la majorité de ce sous-groupe, choisir les terminologies « développement durable » et « RSE » signifie implicitement que les process de gestion ISR adoptés ne reposent pas sur l'exclusion. Cet état



de fait est à relier avec l'héritage d'ARESE et de sa fondatrice Geneviève Férone<sup>343</sup>. A l'époque, cette dernière dont l'agence ne pratique par la recherche sur les critères d'exclusion, assimile dans les médias, l'approche développement durable au fait de ne pas pratiquer l'exclusion, pratique jugée militante et non conforme aux attentes des souscripteurs français. Cette argumentation qui se présente sous un aspect théorique a un but très stratégique. ARESE tente ainsi de se démarquer d'EIRIS, l'agence la plus ancienne sur le continent européen et dont l'approche s'est construite sur les critères d'exclusion. Pour cette agence, la mise en place de critères d'exclusion n'est pas considérée comme antinomique avec la mise en place d'approches inclusives s'attelant sur les concepts de développement durable et de RSE. La position diffusée par ARESE reste encore prégnante chez certaines sociétés de gestion d'origine française alors qu'elle semble avoir eu peu d'influence sur les sociétés de gestion d'origine étrangère.

Concernant les deux terminologies les plus fréquemment utilisées (« fonds développement durable » et « fonds socialement responsable »), il semble que certaines sociétés de gestion, souhaitant marquer leur engagement sur le social, préfèrent la terminologie « RSE » mais ce constat ne peut pas être systématisé. La tendance la plus forte à relever peut-être est l'extrême mobilité entre les deux termes. De nombreux répondants refusent en effet de choisir entre les deux appellations même si en raison de la montée en force du terme « développement durable », les répondants ont tendance à s'atteler de manière plus massive à ce dernier terme<sup>344</sup>.

#### *b) Les principes de sélection ISR affichés : les principes du développement durable toujours en tête*

La notion de développement durable semble aussi triompher quand il s'agit de demander aux répondants de qualifier non plus de manière générale leur offre mais les modes de sélection ISR mis en place. Ils sont 75% à se prononcer pour l'approche « *Best in class* » ou « Meilleures de la classe ». Le principe général ici est de sélectionner les entreprises qui dans leur secteur d'appartenance sont les plus méritantes sur les critères analysés et notés par les fournisseurs de recherche extra-financière. Il s'agit donc ici de mettre en place un filtre de sélection strictement positif fonctionnant sur le mécanisme de l'adhésion.

<sup>343</sup> Giamporcaro-Saunière, 2002, *Le système d'action concret de l'investissement socialement responsable : entre stratégies de pouvoir et forums hybrides*, Mémoire de DEA, Université René Descartes, Paris 5, p47-51.

<sup>344</sup> Voir chapitre 1 pour des développements plus approfondis sur les termes.

| <b>Le process de gestion ISR</b> | <b>Best in class: sélection des meilleures entreprises sur le développement durable selon leur secteur d'activité</b> | <b>Un mélange de l'approche best in class et de l'approche utilité sociale absolue</b> | <b>Utilité sociale absolue: sélection des entreprises selon leurs secteurs d'activités</b> |
|----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| % de SG                          | 78%                                                                                                                   | 18%                                                                                    | 4%                                                                                         |

Tableau 31 ET : Terminologie privilégiée pour qualifier le process de gestion ISR

A contrario, une seule société de gestion déclare mettre en place un mode de sélection se concentrant sur l'utilité sociale absolue du secteur dans lequel l'entreprise se trouve. Il s'agit d'une société de gestion qui privilégie un mode de sélection négatif reposant sur l'évitement de certains secteurs dont l'utilité sociale est jugée non satisfaisante.

Une part modeste mais un peu plus conséquente de répondants déclarent que leur mode de sélection répond à la fois aux principes « *best in class* » et de l'utilité sociale absolue. Les sociétés de gestion qui se positionnent pour cette catégorisation sont essentiellement des sociétés de gestion d'origine étrangère. Dans leurs modes de sélection extra-financiers se côtoient des critères d'exclusion de certains secteurs d'activité et des principes de sélection positive sur des secteurs d'activités considérés comme pionniers sur les thématiques environnementales et sociales comme le traitement des déchets ou la formation.

Par ailleurs, sur les sociétés de gestion qui se prononcent strictement pour l'approche « *best in class* », 29%, sont cependant concernées par la mise en place de critères d'exclusion. L'approche de sélection positive des entreprises selon leur secteur d'activité est mise en avant mais ne signifie pas pour autant qu'à la marge, certains critères d'exclusion ne soient pas utilisés. Chez les offreurs d'origine étrangère, nous faisons le constat dans ce cas de figure de l'application d'une batterie de critères allant des valeurs du pêché (tabac, armement, alcool, pornographie) à des critères portant très souvent sur des problématiques environnementales et sociales plus actuelles : énergie nucléaire, test sur les animaux et industrie de la fourrure ou encore question des OGM. Chez les offreurs d'origine française, qui sont de manière générale moins nombreux que les étrangers à mettre en place des critères d'exclusion, la pratique de l'exclusion est souvent limitée à un ou deux critères. Souvent en accord avec des clientèles institutionnelles au poids financier non négligeable dans l'encours total géré, la société de gestion choisit d'exclure le secteur de l'armement, du tabac ou encore de la pornographie.

De manière générale, les sociétés de gestion proposant des fonds ISR sur le marché français mettent en avant une philosophie d'investissement fondée sur la sélection positive des entreprises par secteur d'activité selon les principes du développement durable même si

certaines et notamment les entités d'origine étrangère revendiquent un certain intérêt pour le secteur d'activité de l'entreprise qui peut être alors soumis à un principe d'exclusion ou d'inclusion. Il faut maintenant s'interroger sur la mise en place pratique de cette philosophie d'investissement et son articulation avec les pratiques de sélection financière des professionnels de la gestion chargés de gérer ces placements financiers.

### **B) Traductions des philosophies d'investissement ISR : l'ajout d'un filtre de sélection extra-financier**

Dans la gestion financière traditionnelle, le travail du gérant consiste à sélectionner dans un univers d'entreprises défini au départ (entre 40 et 1000) en fonction de ses contraintes d'investissement et selon un mode de sélection plus ou moins défini un nombre restreint de valeurs d'entreprises (entre 25 et 300). Le gérant fait alors le pari que ces dernières lui permettront de répliquer les performances des marchés financiers voire de battre ces derniers. La question ici est de savoir comment le contenu de la recherche extra-financière, fournie par des acteurs divers, s'intègre aux pratiques professionnelles de sélection financière développées dans les métiers de la gestion d'actifs.

La recherche extra-financière est-elle utilisée comme une contrainte d'investissement supplémentaire, ce qui entraîne la réduction du nombre de titres à partir desquels le gérant d'actifs peut composer son portefeuille de valeurs ou s'articule-t-elle de manière plus qualitative aux éléments pris en compte par le gérant dans son travail de qualification des valeurs boursières<sup>345</sup>? Il semble ici que la tendance la plus fréquemment observée dans le panel est celle de la traduction de la recherche extra-financière en une contrainte d'investissement supplémentaire.

#### **a) Mise en place d'un filtre extra-financier se déployant en amont de la gestion financière**

La solution mise en avant par une très grande majorité du panel est la création d'un filtre extra-financier à partir des éléments d'analyse et de notation extra-financières achetés à des fournisseurs externes et parfois approfondis en interne, qui va s'appliquer en amont de la sélection financière.

---

<sup>345</sup> Ces concepts de contraintes d'investissement et d'articulation qualitative sont inspirés de certains éléments développés dans : De Brito, C., Desmartin, J-P., Lucas-Leclin, V., Perrin, F., 2005, « Les politiques d'investissement des fonds ISR » in *L'investissement Socialement Responsable*, Editions Economica, p212-247.

| <i>Etapas du process de gestion ISR</i> | <b>Le filtre ISR passe avant le filtre financier</b> | <b>Simultanéité de l'approche financière et ISR</b> | <b>Le filtre financier passe avant le filtre ISR</b> |
|-----------------------------------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| % de SG                                 | 85%                                                  | 14%                                                 | 4%                                                   |

Tableau 32 ET : Découper les étapes des process de gestion ISR

Il s'agit à partir d'un univers d'entreprises évaluées par les analystes ISR externes ou internes de définir lesquelles d'entre elles sont aptes à faire partie d'un univers d'entreprises éligibles sur les critères socialement responsables. Le gérant d'actifs peut alors, à partir de cet univers d'entreprises qui ont passé les exigences du filtre ISR, procéder à des arbitrages financiers classiques en suivant le mode de sélection qui est habituellement le sien. Quand la fonction d'analyste ISR existe en interne de la société de gestion, il est de la responsabilité de ce dernier de créer et de tenir à disposition du ou des gérants les univers d'entreprises éligibles aux exigences ISR de la société de gestion.

Une seule société de gestion déclare procéder d'abord aux arbitrages financiers avant de procéder à un ultime filtrage socialement responsable pour éliminer les entreprises qui ne répondent pas à ses exigences extra-financières. La logique sous-jacente est ici la même que dans le premier cas : il s'agit de juxtaposer les deux expertises sans tenter de les intégrer l'une à l'autre.

14% des répondants déclarent mettre en place une approche financière et extra-financière simultanée. Nous pourrions donc faire ici l'hypothèse que ces dernières procèdent à une intégration qualitative des considérations extra-financières et financières. Toutefois, lorsque l'on s'intéresse plus attentivement à ces cas, force est de constater que la simultanéité de l'approche est plutôt le modèle vers lequel tendent les équipes de gestions concernées, que celui concrètement utilisé. Il est à remarquer que les sociétés de gestion qui se réclament de ce modèle d'intégration sont toutes des sociétés de gestion avec un ou plusieurs analystes ISR. Leur projet officiel est d'arriver à articuler le travail d'analyse extra-financière développé en interne à celui des analystes financiers et des gérants pour conditionner le choix de sélection à ces deux ensembles de critères. Le problème qui se pose alors est le degré d'importance de chaque ensemble de critères. Les considérations financières prennent-elles finalement le pas sur les considération extra-financières ? Par ailleurs, comme l'atteste le chapitre IV, l'articulation réelle des thématiques financières et extra-financières en est encore à ses premiers balbutiements. Les sociétés de gestion en question sont donc en pratique dans l'obligation de distinguer les deux approches pour définir leur poids respectif. Si elles ne le font pas, leur méthode de sélection devient assez opaque pour l'observateur extérieur.

Deux des sociétés de gestion entrant dans cette catégorie sont assimilables aux deux premières catégories car au final elles construisent un univers éligible à partir des critères extra-financiers. Deux autres se distinguent légèrement. Elles sont aussi sur une logique de construction d'un filtre extra-financier mais cette construction se double alors d'un arbitrage plus ou moins transparent sur le choix du poids en encours à donner aux différentes valeurs selon leur évaluation financière et extra-financière. Par exemple, la valeur d'une entreprise bénéficiant d'une note extra-financière moyenne mais jugée comme une valeur performante financièrement pourra être sur-pondérée dans le portefeuille et vice et versa. La difficulté ici est de comptabiliser le nombre de fois où l'arbitrage sur des considérations financières prend le pas sur les considérations extra-financières.

Sur le panel étudié, les équipes de gestion ISR ont opté dans leur grande majorité pour un mode de sélection qui transforme la prise en compte de certains critères extra-financiers en contraintes d'investissement supplémentaires, qu'il s'agisse de critères d'inclusion ou d'exclusion, plutôt qu'en données s'intégrant de façon qualitative dans les arbitrages financiers. Cette construction d'un filtre socialement responsable ne se déroule pas toutefois de la même manière selon les sociétés de gestion.

*b) Des filtres socialement responsables construits majoritairement sur des arbitrages internes aux sociétés de gestion*

Comme le souligne les auteurs de *L'Investissement Socialement Responsable*<sup>346</sup>, il existe deux grandes voies de construction d'un filtre extra-financier servant à terme de contrainte d'investissement pour le gérant. La société de gestion peut soit déléguer ou s'appuyer sur une agence d'analyse et de notation extra-financières, soit à l'inverse internaliser et s'approprier, à des degrés divers, la recherche extra-financière achetée aux agences pour construire son propre filtre extra-financier.

Dans notre panel, seulement 22% des sociétés de gestion déclarent opter pour la première solution<sup>347</sup> qui elle-même se scinde en deux modalités. Certaines sociétés de gestion achètent le droit d'utiliser la composition d'un indice socialement responsable donnée. Cette composition découle d'une méthodologie de sélection extra-financière propre à un fournisseur d'information présent sur le marché de la recherche extra-financière. Elle

<sup>346</sup> De Brito, C, Desmartin, JP, Lucas-Leclin, V, Perrin, F, 2005, « Les politiques d'investissement des fonds ISR » in *L'investissement Socialement Responsable*, Editions Economica, p212-247.

<sup>347</sup> Cases en italique dans le tableau

constitue alors l'univers d'investissement dans lequel le gérant peut et doit faire ses arbitrages financiers. D'autres n'achètent pas le droit d'utiliser la marque d'un indice extra-financier reconnu mais travaillent avec des agences d'analyse et de notation extra-financières dont le produit final fourni est justement un univers d'investissement pré-établi auquel la société de gestion est censée se conformer.

| <b>Construction du filtre ISR</b> | <b>Seuil de notation et pondération des critères EF en interne</b> | <b>Pondération critères EF et pondération par secteurs d'activité en interne</b> | <b>Seuil de notation acceptable défini en interne</b> | <b>Indices ISR</b> | <b>Univers ISR pré-établi par une agence EF</b> | <b>NC</b> |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------------------------|-----------|
| % de SG                           | 50%                                                                | 39%                                                                              | 4%                                                    | 11%                | 11%                                             | 0%        |

Tableau 33 ET : Modalités de la construction du filtre ISR

Mais c'est la solution de l'internalisation de la construction du filtre qui rassemble plus de 93% des suffrages des répondants. Il faut souligner ici que certains répondants affirment se servir à la fois d'un univers socialement responsable pré-établi et travailler en interne sur la construction de critères de définition de l'univers socialement responsable éligible. Ce cas de figure concerne ici une société de gestion commercialisant plusieurs fonds ISR qui fonctionnent chacun sur des modes de sélection distincts et une société de gestion, qui tout en travaillant à partir d'un indice de référence socialement responsable, opère en interne une réflexion sectorielle dont il est difficile de saisir l'impact concret sur la sélection des valeurs.

Nous pouvons définir ici trois degrés d'internalisation de la construction en interne du filtre socialement responsable.

| <b>Degré d'internalisation du filtre ISR</b> | <b>Seuil de notation acceptable défini en interne</b> | <b>Seuil de notation et pondération des critères EF en interne</b> | <b>Pondération critères EF et pondération par secteurs d'activité en interne</b> |
|----------------------------------------------|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| % de SG                                      | 4%                                                    | 50%                                                                | 39%                                                                              |

Tableau 34 ET : 3 degrés d'internalisation dans la construction des filtres ISR

Le premier degré consiste dans le fait de fixer en interne le seuil de notation à partir duquel les entreprises analysées et notées par le prestataire externe peuvent faire partie de l'univers de sociétés éligibles. Cette première configuration, tout comme les deux suivantes, nécessite de travailler avec une structure offrant une prestation de notation sur les entreprises.

Assez simple, l'exercice peut se compliquer si la société de gestion travaille avec plusieurs fournisseurs de notations pour lesquelles il faut à chaque fois fixer un seuil. Dans notre panel, une seule société de gestion se déclare concernée par ce premier degré.

La majorité des 28 sociétés de gestion se positionne sur le second degré d'internalisation identifié. Il s'agit ici à la fois de travailler sur un seuil de notation général mais aussi de procéder à un travail de pondération sur les différents critères extra-financiers analysés et notés de façon distincte par les agences. En fonction de leur philosophie officielle d'investissement, les équipes concernées vont alors choisir de pondérer certains critères par rapport aux autres, voire de ne s'intéresser qu'à un seul critère.

Certains fonds comme les fonds environnementaux, gouvernement d'entreprise ou social et solidaire sont ainsi centrés sur un seul critère extra-financier. Dans les éléments de définition du filtre ISR, ce critère sera alors le seul pris en compte ou surpondéré. Si l'on sort du cadre des fonds thématiques, il est à remarquer que sur le panel, les sociétés de gestion qui décident de mettre en avant certains critères, privilégient généralement le critère « ressources humaines » puis le critère « environnement ». La surpondération du critère « ressources humaines<sup>348</sup> » va d'ailleurs souvent de pair avec celui de l'environnement. Il arrive aussi qu'elle soit couplée avec celle du critère « droits de l'homme ». En revanche les critères « société civile », « relations avec les clients-fournisseurs » et « relations avec les actionnaires » sont beaucoup plus rarement objet d'une décision de surpondération. Ce travail sur les critères se complexifie quand la société de gestion utilise plusieurs fournisseurs de recherche extra-financière. Les notations de chaque agence peuvent être prises en compte pour tous les critères extra-financiers ou la notation d'une agence peut être privilégiée par exemple sur le critère « ressources humaines » et celle d'une autre agence sur le critère « environnement ».

Le dernier degré d'internalisation identifié fait précéder, au travail de pondération des critères et de fixation d'un seuil de notation, un travail d'analyse et de recherche interne sur la pondération des critères extra-financiers selon les secteurs d'activité des entreprises. Ce travail de pondération est uniquement le fait de sociétés de gestion dotées d'une compétence d'analyste ou d'analyste-gérant ISR. Il renvoie au travail de recherche extra-financière décrit en chapitre IV par Louis et Sabine, les deux analystes ISR buy side. L'objectif de ces derniers

---

<sup>348</sup> Nous empruntons ici pour faciliter l'exposé la nomenclature des critères extra-financiers employés par Vigeo. Même si les termes divergent, l'ensemble des agences généralistes et spécialisés d'analyse et de notation couvrent sur l'ensemble de ces dimensions ou sur l'une d'entre elles.

consiste alors, en collaborant avec les équipes internes d'analyse financière, de dégager les grands enjeux extra-financiers de chaque secteur d'activité concerné. A partir de la détection de ces grands enjeux, des pondérations différenciées sont données par secteur. Par exemple, les équipes concernées décideront que les enjeux principaux dans le secteur de l'automobile sont l'environnement et les ressources humaines alors que dans le secteur de la banque, les enjeux extra-financiers stratégiques seront situés sur les ressources humaines et les relations clients-fournisseurs. Les enjeux identifiés sont sensiblement les mêmes d'une société de gestion à une autre mais les choix de pondération peuvent sensiblement varier d'une structure à l'autre.

Ces choix se juxtaposent et modulent ceux fait en amont par les agences d'analyse et de notation extra-financières dont ces sociétés de gestion sont clientes. A partir de la fixation de ces critères de pondération par secteur par chaque société de gestion, de nouvelles notes sont calculées à partir des notes fournies par les agences. Les étapes précédemment décrites peuvent alors se dérouler : accent sur certains critères et fixation d'un seuil de notation minimal pour faire partie de l'univers de valeurs d'entreprises éligibles aux exigences extra-financières.

Finalement, même si la quasi-majorité des sociétés de gestion construit son process de gestion ISR en greffant plus ou moins superficiellement une contrainte extra-financière en amont des processus d'arbitrage et de décision financière, il existe quasiment autant de process de gestion ISR que de société de gestion en raison de la volonté de chacun de ces acteurs privés d'en contrôler et d'en personnaliser l'orientation. Rares sont celles qui empruntent strictement à une seule agence d'analyse et de notation extra-financières son univers d'investissement formalisé.

Un des arguments avancés par les acteurs étudiés afin de justifier cette diversité et a contrario cette absence de consensus entre les différentes structures impliquées dans la construction de l'offre ISR est l'objectif de la constitution d'un avantage concurrentiel. Si toutes les sociétés de gestion travaillaient sur les mêmes critères, les mêmes pondérations, les mêmes univers d'investissement, pourquoi le client final irait vers eux plutôt que vers une autre société de gestion d'actifs ? Dans une perspective de marché, l'argument peut être considéré a priori comme convaincant : les sociétés de gestion doivent séduire la clientèle des particuliers et des institutionnels par leur capacité à démarquer la qualité de leur offre ISR de celle de leurs concurrents. Les agences d'analyse et de notation extra-financières font d'ailleurs de même pour les attirer vers leur offre de recherche extra-financière. Toutefois les



acteurs sur les marchés savent aussi parfois mettre en avant les bénéfices de la standardisation et de la normalisation des pratiques pour stimuler la concurrence, comme commencent à le faire timidement certains acteurs de la recherche extra-financière<sup>349</sup>.

Or ce tiraillement entre principe de différenciation et de normalisation prend une dimension particulière dans le champ ici étudié. Le champ de l'ISR par rapport aux autres champs de la Finance possède une spécificité forte. Il est le terrain de déploiement d'une offre de produits financiers pouvant être interprétée comme une des manifestations de la structuration d'une forme de production et de capitalisme engagée ou politique. Les acteurs de l'ISR ne s'occupent plus seulement de faire des arbitrages financiers. Ils commencent explicitement à procéder à des arbitrages extra-financiers sur le social, l'environnement et la gouvernance d'entreprise qui, jusque là, étaient plutôt des terrains traditionnels de discussion et d'action des pouvoirs publics.

**Il ne s'agit pas ici de désigner un intérieur marchand : le financier, et un extérieur politique : les questions extra-financières<sup>350</sup>. Bien au contraire, les solutions financières d'investissement, vendues dans les espaces de la Finance pour atteindre le profit monétaire, ont autant de légitimité à être débattues dans l'arène publique que les questions extra-financières. Elles sont d'ailleurs plus particulièrement sur le devant de la scène dans les moments de crise comme l'illustre le choix des gouvernements américains et européens de revenir à plus de régulation pour faire face aux derniers scandales financiers. A contrario, il est illusoire de penser que seules de strictes considérations marchandes entrent en jeu dans les décisions prises chaque jour sur les marchés financiers par l'ensemble des acteurs professionnels de la Finance.**

Toutefois, la mise en place d'une offre de produits financiers socialement responsables, qui donne explicitement à ces professionnels le droit et la responsabilité de porter des jugements sur les enjeux environnementaux et sociaux que connaissent et vont connaître les différentes sociétés humaines, fournit ici un miroir grossissant des liens qui s'établissent entre pouvoirs publics et acteurs privés sur la définition d'un état du monde

<sup>349</sup> Voir Chapitre IV, partie III.

<sup>350</sup> Nous faisons ici référence aux limites identifiées par Franck Cochoy sur les travaux en sciences sociales ayant comme objet les pratiques et manifestations de consommation engagée qui seraient structurellement entraînés à postuler un intérieur marchand et un extérieur politique pour penser le passage entre les deux niveaux de réalité. Nous tâchons ici de nous prévenir de cet écueil du regard sociologique tout en prenant acte que sur notre terrain, les acteurs ont tendance à poser spontanément cette différenciation.

commun aux différents corps de la société. Le marché est politique de part en part mais la politique des marchands est-elle exactement assimilable avec celle des autorités investies du pouvoir légitime garanti par des procédures collectives et une Constitution ? La définition finale des process de gestion ISR nous apparaît ici comme un lieu de cristallisation des choix politiques opérés par les acteurs de la gestion ISR.

c) La politique des marchands : entre suivi des intérêts privés et désir de s'atteler à un consensus démocratique

Le choix massif des sociétés de gestion, faisant partie du panel, de la construction d'un filtre extra-financier en interne, amène certaines questions sur la capacité d'acteurs privés à se saisir et à définir dans « l'arrière boutique marchande » les contours d'une offre ISR qui constitue aujourd'hui une des formes de production politique observées, les plus innovantes et dynamiques. La solution qui consiste à déléguer complètement la fixation des univers ISR aux agences d'analyse et de notation extra-financières ne modifie d'ailleurs pas considérablement cette interrogation car, dans ce cas de figure, les arbitrages sur la définition des contours de l'offre ISR sont simplement laissés aux mains d'autres acteurs privés. Si ces derniers tentent de se fonder et de capter la légitimité des grandes institutions internationales et des pouvoirs publics en s'appuyant sur des référentiels publics, il n'en reste pas moins des acteurs privés obéissant à des intérêts privés. Toutefois, dans la constitution du filtre extra-financier en interne, le problème de la définition d'un ordre commun sur les aspects extra-financiers s'intensifie car se mêlent alors souvent de manière inextricable les arbitrages propres aux fournisseurs d'informations extra-financières et ceux réalisés par les acteurs des sociétés de gestion.

Sur le marché de l'offre ISR, la définition des états du monde est grandement laissée aux « *first movers* », c'est-à-dire aux équipes des agences d'analyse et de notation extra-financières et des sociétés de gestion qui se sont positionnées de façon pionnière sur ce champ sans approbation préalable et récurrente de la majorité des acteurs concernés, parmi lesquels figurent en première ligne les souscripteurs particuliers de ces fonds ISR, les investisseurs institutionnels ayant pour leur part une plus grande marge de maîtrise et de contrôle en général comme nous le verrons plus tard. Les sociétés de gestion ont alors tendance, à défaut de pouvoir se rattacher à un consensus démocratique débouchant du débat public, à modeler

les contours de l'offre ISR en fonction de leurs propres intérêts stratégiques, normes et pratiques professionnelles.

Par exemple, dans les années 1999-2000, régnait un consensus chez les acteurs de l'ISR français sur le fait que ni souscripteurs particuliers ni investisseurs institutionnels ne seraient séduits par l'application de critères d'exclusion dans la construction des filtres extra-financiers en raison d'une réticence culturelle à mettre de la Morale dans les affaires économiques comme peuvent le faire les sociétés anglo-saxonnes. Or les études<sup>351</sup> que j'ai pu menées, donnent à voir une situation beaucoup plus nuancée : particuliers et institutionnels ne sont pas forcément farouchement opposés à la mise en place de critères d'exclusion et un nombre considérable d'entre eux y sont même favorables.

Alors comment interpréter ce rejet massif des critères d'exclusion affiché en France par la quasi-totalité des sociétés de gestion ? La raison pourrait en être en partie financière. Le travail de sélection des gérants d'actifs repose de manière quasi systématique sur des théories financières préconisant la diversification sectorielle des portefeuilles. Or appliquer des critères d'exclusion sur certains secteurs, c'est bien se priver de la possibilité de placer son argent sur des entreprises, potentiellement génératrices de plus value boursière. Même si les critères d'inclusion positifs peuvent être aussi considérés par les gérants d'actifs comme des contraintes d'investissement puisqu'ils réduisent l'univers des possibles, leur utilisation peut être plus souple. Il est plus facile à travers la construction en interne du filtre extra-financier d'arbitrer entre respect des exigences extra-financières et potentiel financier des entreprises. De plus, les philosophies d'investissement dites « *Best in class* » construites autour de la notion de développement durable respectent scrupuleusement la théorie de la diversification sectorielle puisque l'idée consiste à identifier dans chaque secteur d'activité ceux qui sont les plus méritants.

Or, le choix de ces orientations prises n'a pas été débattu publiquement entre les sociétés de gestion et leurs clients et encore moins avec les pouvoirs publics et la société civile en général. Il n'existe pas, en France et dans de nombreux pays, d'instances officielles chargées de définir et de normaliser ce que sont un fonds et un process de gestion ISR. Le marché<sup>352</sup> et ses acteurs, peuvent certes rendre des services aussi politiques, moraux ou collectifs que les institutions publiques. Mais il le fait à sa manière : de manière désordonnée

---

<sup>351</sup> Voir chapitre VII

<sup>352</sup> Cochoy, F, « Are politics outside or inside markets-or neither one or nor the other : « Lessons from comparative ads and cigarette packs »,

par agrégation de décisions locales, combinaison d'effets techniques ou encore par juxtaposition de gestes disjoints et marginaux.

La construction de l'offre ISR ne déroge pas à ce constat. Elle se déroule, elle aussi, par agrégation de décisions locales, comme l'illustre par exemple les choix de chaque société de gestion de pondérer les critères extra-financiers selon un ordre de préférence établi en interne. Elle passe par une combinaison d'effets techniques comme le démontre la conciliation au cas par cas entre préoccupations extra-financières et considérations financières chez les acteurs des sociétés de gestion. Elle se construit aussi par la juxtaposition de gestes disjoints, marginaux et presque anodins opérés par les acteurs chargé de ces dossiers dans les sociétés de gestion. Ainsi au début de la constitution de l'offre ISR en France, la passion de personnes occupant des postes hauts placés dans les hiérarchies des sociétés de gestion sur ces questions est non négligeable dans la création rapide d'une offre ISR. La conviction de certains acteurs de l'ISR que le social attirerait la clientèle des particuliers alors que l'exclusion les rebutterait a ainsi fortement joué sur les contours de l'offre de produits ISR de certaines sociétés de gestion.

Nous voyons ici alors comment cet ensemble d'actions et de décisions peut, en fin de compte, produire des irréversibilités lourdes de conséquences en terme de structuration de cette offre de placements financiers qui n'a pas été soumise à l'engagement d'un débat public le concernant. Dans certains cas qui peuvent être, dès lors, considérés comme les plus avancés, les sociétés de gestion semblent avoir eu recours à leur service marketing interne où à des services externes pour tenter de discerner les attentes et les motivations de leurs clientèles de particuliers. L'observation participante effectuée sur le champ ne permet pas pour autant de déduire un très fort impact de ces études sur la définition des process de gestion ISR qui restent aux mains des équipes concentrées sur la gestion d'actifs.

Pour ce qui est de la clientèle des particuliers, la volonté de créer un consensus le plus général possible sur les valeurs extra-financières défendues dans le placement financier ISR, entraîne la création de produits dont certains acteurs des sociétés de gestion ont conscience qu'ils ne peuvent pleinement satisfaire les attentes des clientèles les plus militantes. Car c'est bien l'option que les sociétés de gestion d'origine française ont pris lors de la création des process de gestion ISR : trouver le plus petit dénominateur commun à la clientèle des épargnants particuliers. Pariant sur une sensibilité plus forte des épargnants français aux thématiques sociales et sur leur rejet de la défense de principes moraux, faits démontrés ou non par des études de marketing de terrain, beaucoup ont opté pour la création de produits

ISR surpondérés sur le critère des ressources humaines considéré comme le plus consensuel (appui sur la tradition de la défense des conditions de travail des salariés français) ou pour des produits englobant l'ensemble des critères du développement durable.

Ils ont aussi adopté l'hypothèse implicite que les épargnants particuliers français, plus intéressés par la performance financière des fonds, seraient prêts à accepter des process de gestion ISR permettant d'accepter des entreprises aux secteurs d'activités et aux pratiques parfois controversées sur le plan médiatique. Certains acteurs d'origine étrangère, en revanche, ont plutôt fait le choix de durcir leur process de gestion ISR pour en renforcer la différenciation en mettant en avant des critères d'exclusion précis et non négociables et en ayant des seuils de tolérance relativement plus faibles sur les critères d'inclusion.

Certaines sociétés de gestion, conscientes du caractère périlleux de la qualification des préférences extra-financières d'une clientèle de particuliers aux attentes extra-financières hétérogènes, énoncent même clairement le fait que leur objectif sur l'ISR est de répondre aux exigences et attentes extra-financières construites des clientèles institutionnelles ce qui leur permettrait de devenir les simples exécutants des demandes privées de certains investisseurs. Toutefois la gestion ISR sur mesure étant encore à ses prémices en France, les sociétés de gestion sont généralement dans l'obligation pour déployer dans l'avenir leur offre, de proposer et de mettre sur pied des produits financiers ouverts dans lesquels investisseurs institutionnels et particuliers ou seulement institutionnels peuvent placer leur argent mais qui correspondent peu ou prou à leur propre vision normative de ce que doit être l'offre ISR pour être pertinente et pérenne.

La réticence à prendre position sur l'extra-financier de certains acteurs œuvrant à la création des process de gestion ISR est d'autant plus palpable que l'on quitte le champ des entreprises pour aller vers celui des pays et des collectivités locales c'est-à-dire lorsqu'on se déplace des rives identifiées comme celles de l'économie pour aborder celles désignées du politique.

26% des fonds ISR commercialisés par le panel de sociétés de gestion observés ont des parts obligataires oscillant entre les 5 et les 50%. Ces parts obligataires sont, dans la majorité des cas, investis sur des obligations émises par des pays. Au moment de l'enquête, 88% de ces fonds ne sont soumis sur leur part obligataire à aucune considération extra-financière. Cette part obligataire se justifie pour des raisons financières de sécurisation du placement. A contrario, sur 12% de ces fonds, les équipes d'acteurs concernés tentent de mettre en place un filtre extra-financier sur les obligations. Cette question de mise en place

d'un filtre extra-financier renvoie directement à la question de la recherche extra-financière sur les pays et autres entités que les entreprises, recherche qui reste encore à son balbutiement<sup>353</sup>.

De la même manière que les analystes ISR ne se sentent pas forcément les plus légitimes à émettre un jugement qualifiant sur les pays, tout en commençant en pratique à le faire, les équipes chargées de décider de la mise en place des filtres extra-financiers ne semblent pas très à l'aise sur le sujet. Les acteurs observés expriment en général une certaine nervosité quand les thématiques sociales et environnementales sont appliquées aux pays. Quelle position officielle peut tenir une société de gestion, ne se référant pas directement aux exigences d'un investisseur institutionnel, en ce qui concerne les pratiques des pays en terme de défense ou de politique énergétique (énergie nucléaire), sujets faisant l'objet de débats enflammés au sein et entre les pouvoirs publics et les citoyens des différents pays du monde ? Comment mesurer les facteurs de développement d'une société par rapport à une autre ? Est-ce que le nombre de portables par citoyens au km<sup>2</sup> peut réellement être considéré comme un indicateur de la liberté d'expression à l'œuvre dans un pays ? Est-il pertinent de comparer les pays occidentaux développés terme à terme avec les pays les plus pauvres ? L'application du développement durable au sein des pays n'est-il pas l'apanage des pays suffisamment riches ? Cela comporte-t-il un sens pour une entité privée aussi étroite qu'une société de gestion de mettre en place un dispositif de jugement qui lui permettra d'affirmer que la Norvège et l'Allemagne sont plus respectueuses des principes du développement durable que la France et l'Italie ? L'interrogation extra-financière non plus portée sur une entité identifiée comme faisant partie du marché c'est-à-dire l'entreprise mais sur le corps politique qu'est l'Etat Nation est alors plus intimidante pour ces acteurs du marché, impliqués dans la définition de cette production politique que constitue l'ISR.

Confrontés avec plus ou moins de force à l'ensemble de ces interrogations mais dans la nécessité de mettre en place ces produits, les analystes ISR buy side et les équipes concernées choisissent alors le plus souvent de revenir aux grands textes internationaux et à des grands indices publics sur l'environnement, le développement humain ou encore la corruption, en sélectionnant les critères rassemblant le consensus le plus fort sur l'aire culturelle concernée.

---

<sup>353</sup> Voir chapitre IV

Dotés de dispositifs de jugement plus ou moins sophistiqués sur les entreprises, les pays et autres structures présents sur les marchés obligataires, ils intègrent alors cette analyse au process financier de gestion obligataire. Ceux-ci ne se déployant pas forcément de la même manière que les process de gestion actions, les analystes ISR et les gérants obligataires travaillent sur l'intégration de la contrainte extra-financière dans les process d'investissement obligataire.

Sur les émissions pays, le principe de la création d'un univers éligible extra-financier en amont dans lequel le gérant est sommé de faire ses choix financiers est une solution privilégiée par certains d'entre eux. D'autres choisissent plutôt un système de pondération qui va jouer en toute fin du process. Par exemple, il n'est pas réellement possible pour certains gérants d'actifs obligataire de cesser d'investir dans les bons du Trésor Américain mais il est en revanche possible de limiter le poids de cet investissement à la marge. De même s'il n'est pas financièrement pertinent d'éviter les obligations d'un pays précis de la zone euro, le choix peut-être fait de légèrement privilégier l'investissement dans les émissions d'un pays plutôt qu'un autre. Une autre initiative observée relevant d'une logique très différente consiste à préférer l'investissement dans la dette des pays les plus démunis, considérée par les financiers comme des placements plus risqués, afin de participer au développement économique de ce pays.

Sur les émissions des entreprises, l'unique société de gestion concernée par cette pratique dans le panel, privilégie la prise en compte des considérations extra-financières après le passage des différents arbitrages financiers dans l'objectif officiel d'identifier les entreprises où les comportements environnementaux ou sociaux peuvent être identifiés à des facteurs de risques extra-financiers. Le projet de l'entreprise qui est censé motiver l'émission de l'obligation n'est pas réellement pris en compte car il est structurellement difficile de l'identifier précisément. Sur les émetteurs supra-nationaux de type banque de développement, les pratiques sont encore plus balbutiantes, la recherche extra-financière sur ces entités restant à construire.

Malgré un désir plus ou moins fort de pouvoir se rattacher à un consensus démocratique établi au préalable qui leur permettrait de légitimer plus rapidement leur offre, les sociétés de gestion et leur fournisseurs d'information extra-financière, dans leur marche rapide et innovante vers la création d'une offre de production politique, stimulés essentiellement par le souci de ne pas rater une source potentielle de clients, se retrouvent chacun à édicter leurs principes de politique de gestion extra-financière sans véritablement

d'encadrement réglementaire officiel ni de débat public sur ce que devrait être le fonctionnement adéquat et le contenu de ce type de produit.

Or le constat du rôle très central des acteurs privés dans la construction sociale des processus de gestion ISR entraîne finalement une interrogation sur leur contrôle. Les sociétés de gestion ne peuvent-elles pas afficher des principes de gestion ISR et ne rien en faire finalement ? Existe-t-il chez les sociétés de gestion un souci de créer en interne des dispositifs de contrôle de cette politique officielle d'investissement ? Et ces dispositifs de contrôle arrivent-ils à sortir l'offre ISR de l'arrière boutique marchande ?

### **C) Contrôler la conformité du déploiement de la politique officielle de gestion ISR : la création de dispositifs de contrôle par les sociétés de gestion**

Dans cette partie, nous allons nous attacher à l'analyse et à la description des processus de contrôle des processus de gestion ISR. Celles-ci vont à la fois porter sur le déploiement pratique des orientations officielles des processus de gestion ISR et sur leurs résultats concrets en terme de composition de portefeuille. Ils se regroupent en deux catégories différentes : les dispositifs de contrôle intégralement organisés en interne de la société de gestion et les dispositifs de contrôle associant une ou plusieurs tierces parties.

De manière générale, la très grande majorité des 28 sociétés de gestion faisant partie du panel déclarent avoir mis en place des dispositifs de contrôle interne et externe :

| <b>Présence de dispositifs de contrôle du processus de gestion ISR</b> | <b>Contrôle interne</b> | <b>Contrôle externe</b> |
|------------------------------------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|
| <b>% de sociétés de gestion</b>                                        | 82%                     | 82%                     |

Tableau 35 ET : Les dispositifs de contrôle des processus de gestion ISR

Aucune société de gestion ne déclare avoir mis en place aucun dispositif de contrôle. Elles sont cependant à chaque fois 18% à déclarer respectivement ne pas avoir de dispositif de contrôle interne ou externe.



a) Les dispositifs de contrôle interne : rôle central des analystes ISR et appui progressif sur les dispositifs de contrôle financier

Les sociétés de gestion ne disposant pas de dispositifs de contrôle interne ne se distinguent pas par un poids financiers spécifique mais ont, à l'exception d'une société de gestion à l'implication marquée dans l'ISR, pour point commun d'avoir une offre de produits ISR réduite ou très récente.

Pour plus de la moitié des sociétés de gestion interrogées, le dispositif contrôlant le déploiement du process de gestion ISR dépend de l'analyste ISR buy side.

| Modalités du contrôle interne | Analyste ISR | Départements de contrôle du risque financier | Audit Interne/ Service Déontologie | Alerte Informatique | Directions | Comité de pilotage | Autres |
|-------------------------------|--------------|----------------------------------------------|------------------------------------|---------------------|------------|--------------------|--------|
| % de SG                       | 54%          | 54%                                          | 18%                                | 18%                 | 14%        | 7%                 | 0%     |

Tableau 36 ET : Les modalités du contrôle interne

Salariés multi-tâches<sup>354</sup>, ces derniers sont chargés du contrôle de la politique d'investissement ISR dont ils sont souvent les principaux instigateurs. Concrètement, l'analyste ISR, qui met au point et déploie le filtre extra-financier, a aussi pour fonction de vérifier que les gérants des fonds établissent leur sélection financière à partir de l'univers éligible d'entreprises que permet de créer la passation du filtre sur l'univers d'investissement de départ. En cas d'écart constaté, il est tenu d'en avertir le gérant et de l'inciter à rétablir la situation.

Un tiers des sociétés de gestion qui mettent en avant cet item déclarent n'avoir recours à aucun mode de contrôle supplémentaire. La question qui se pose alors ici, mais à laquelle notre recherche ne permet pas de répondre, est la force de coercition que l'analyste ISR possède sur le gérant d'actifs. Peut-il compter sur l'appui de sa hiérarchie pour faire plier le gérant d'actifs si celui estime que les contraintes extra-financières proposées ne sont pas pertinentes ? Les deux autres tiers complètent ce dispositif de contrôle par une articulation avec le travail des contrôleurs financiers internes.

<sup>354</sup> Voir chapitre IV.

La deuxième modalité de contrôle, qui arrive ex-æquo avec celle de l'analyste ISR, est la prise en charge du contrôle du déploiement du process de gestion ISR par les services<sup>355</sup> chargés du contrôle de la conformité de l'ensemble des portefeuilles aux exigences affichées par chaque société de gestion sur ses politiques financières d'investissement. Ces départements travaillent alors, de manière générale, en étroite collaboration avec le ou les analystes ISR. Celui-ci leur fournit la liste des entreprises éligibles et non éligibles sur le plan extra-financier. Les premiers ont alors pour mission d'avertir les gérants des fonds en cas d'écart constaté de manière formalisée et officielle. Une seule société de gestion affirme utiliser uniquement ce type de dispositif de contrôle.

38% des sociétés de gestion choisissant cet item mettent en avant, de plus, une automatisation et une informatisation de ce processus de contrôle. De façon pratique, ces sociétés de gestion mettent en place des dispositifs informatiques qui alertent automatiquement le gérant si celui-ci fait le choix de placer de l'argent sur une valeur non éligible. Certains dispositifs créés vont plus loin : un système informatique empêche le gérant d'investir sur les valeurs non admises. Les sociétés de gestion ayant mis en place ce type de système sont des structures au poids financier conséquent et présentant un degré fort d'engagement sur le champ de l'ISR.

D'autres services, autres que le strict contrôle financier des portefeuilles mais restant dans le domaine du contrôle et de la vérification des pratiques sont citées par certaines sociétés de gestion. 18% déclarent ainsi que les services de l'audit interne et de la déontologie sont impliqués dans la vérification de la conformité des process de gestion ISR. Les sociétés de gestion se prononçant pour cet item, sont aussi celles qui se prononcent pour un contrôle par les services du contrôle financier.

Finalement, certaines sociétés de gestion, plus rares (14%), mentionnent le fait que leur direction est impliquée dans le contrôle des process de gestion ISR. Pour la quasi-majorité cette implication de la direction est un complément au contrôle de l'analyste ISR ou des départements du contrôle financier. Une seule société de gestion cite uniquement ce mode de contrôle.

Une autre façon d'impliquer les représentants de la direction dans un dispositif de contrôle des process de gestion ISR est la création d'un comité pilotage qui réunit les salariés opérationnels sur les process de gestion ISR (analystes ISR, gérants analystes ISR et gérants) et des membres de la direction et d'autres départements (ressources humaines, relations

---

<sup>355</sup> Selon les sociétés de gestion, les départements désignés sont ceux du back office, du middle office ou encore du risk management.

clientèle). Ces comités de pilotage où siègent des membres internes de la société de gestion, qui en amont ont joué un rôle d'élaboration des process de gestion ISR, sont alors en charge d'en garantir la conformité. Pour une des sociétés de gestion concernée, le comité de pilotage s'intègre dans une panoplie de dispositifs de contrôle alors que chez l'autre, le comité de pilotage est décrit comme le seul dispositif de contrôle interne.

Les dispositifs de contrôle internes élaborés par les différentes sociétés de gestion sont relativement hétérogènes. Alors que chez certains acteurs, en particulier ceux aux poids financiers importants, une grande activité est déployée sur le contrôle des process de gestion ISR avec une volonté d'intégration de la spécificité ISR dans les services déjà établis du contrôle financier, de l'audit interne et de la déontologie, certains semblent beaucoup moins actifs sur ce plan. Pour certains, le contrôle de l'analyste ISR semble une garantie suffisante de la qualité du contrôle du déploiement et des résultats du process de gestion ISR. Cette position est tenue par des sociétés de gestion aux poids financiers plus faibles mais pas seulement. Certaines grandes sociétés de gestion dont l'activité ISR est cloisonnée par rapport au reste de la gestion d'actifs ont tendance à ne privilégier que le contrôle formel effectué par la cellule dédiée ISR voire, même dans certains cas, se distinguent par l'absence de contrôle formalisé.

Le contrôle interne, quelle que soit la forme qu'il prenne reste un outil dont la légitimité est relativement peu exportable à l'extérieur des sociétés de gestion à part si ces dernières communiquent de façon très transparente les résultats de ce contrôle auprès de leurs investisseurs. Or aujourd'hui, aucune des sociétés de gestion faisant partie du panel d'observation ne semble communiquer spontanément sur cette thématique lors des comptes-rendus de gestion<sup>356</sup> aux souscripteurs particuliers et institutionnels.

Une autre voie du contrôle des process de gestion ISR privilégiée par les sociétés de gestion est l'implication de tierces parties dans l'exercice. Celles-ci en permettant de poser un regard extérieur sur les pratiques des sociétés de gestion sont supposées être les garantes de l'authenticité de leur démarche. Cette modalité a d'ailleurs souvent vu le jour avant les dispositifs de contrôle interne notamment sous la forme des « comités éthiques » associant représentants internes, investisseurs et personnalités extérieures identifiées comme des spécialistes de l'ISR.

---

<sup>356</sup> Nous aborderons ce point de la communication auprès des investisseurs dans le chapitre VII.

*b) Contrôle externe : une difficulté à saisir l'impact réel des dispositifs établis*

18% des sociétés de gestion déclarent ne pas avoir mis en place de dispositifs de contrôle externe. Il s'agit de sociétés de gestion qui ont commencé à s'impliquer réellement après l'année 2001 dans la constitution d'une offre ISR. En revanche, les premières sociétés de gestion, qui ont commencé à esquisser une démarche de gestion ISR à la fin des années 1990, ont généralement exprimé le besoin de légitimer leur entrée sur le domaine des questions extra-financières en montrant ostensiblement leur association avec des investisseurs impliqués ou des acteurs professionnels, alors les plus légitimes sur ce champ en construction : les acteurs des agences d'analyse et de notation extra-financières et autres experts identifiés de l'ISR, de la RSE et du développement durable. Une des premières traductions pratiques de cette volonté d'association est la création de comité de pilotage regroupant représentants internes, clients et acteurs extérieurs, désigné le plus souvent par le terme de « comité éthique » ou « comité développement durable ».

L'enquête menée en 2004 confirme la force de cette modalité du contrôle externe puisque 43% du panel observé déclare avoir mis en place un comité de pilotage associant des personnalités extérieures.

| <b>Modalités du contrôle externe</b> | <b>Comité de pilotage avec participants extérieurs</b> | <b>Agences d'analyse et de notation EF</b> | <b>Autres</b> | <b>Commissaire au Compte</b> | <b>Audit</b> | <b>NSP</b> |
|--------------------------------------|--------------------------------------------------------|--------------------------------------------|---------------|------------------------------|--------------|------------|
| % de SG                              | 43%                                                    | 25%                                        | 21%           | 11%                          | 4%           | 0%         |

Tableau 37 ET : Les modalités du contrôle externe

Il faut ici cependant remarquer que tous les comités de pilotage ne sont pas équivalents. Le pivot central de différenciation se cristallise dans le rôle joué au final par la clientèle du fonds. Dans la grande majorité des cas, les investisseurs n'ont qu'un rôle consultatif sur les arbitrages extra-financiers, la décision revenant au final aux représentants de la société de gestion.

Il existe cependant quelques cas de figure où les investisseurs institutionnels, promoteurs du fonds, ont un droit de veto sur les décisions prises par la société de gestion. Une association ou une ONG peut, par exemple, officiellement lier son nom et donc sa légitimité à un produit financier ISR. Les acteurs de la société de gestion doivent être alors les

garants scrupuleux des exigences morales ou civiques défendues. En dernier recours, ce type de structure peut utiliser un droit de veto sur les décisions prises par la société de gestion.

Les comités de pilotage extra-financiers, où les investisseurs institutionnels et plus rarement particuliers<sup>357</sup>, ont seulement un rôle consultatif, ne jouent-ils alors aucun rôle de contrôle puisque finalement la décision finale d'investissement reste aux mains de la société de gestion ? C'est peut-être ici porter un jugement un peu hâtif sur le rôle de ces réunions. Comme l'illustre bien les deux entretiens menés avec Louis et Sabine, les deux analystes ISR buy side, ces comités constituent des lieux de débats où se construisent et s'échangent les opinions extra-financières. Pour les responsables de la création et du déploiement des process de gestion ISR, ce type de comité est un des rares moments où leurs choix peuvent être discutés directement. De plus, même si ni investisseurs, ni représentants externes n'ont un droit de veto sur une valeur d'entreprise, il leur est possible de remettre en question ouvertement sa présence et donc d'entraîner les représentants de la société de gestion à construire un argumentaire solide pour défendre leurs choix de gestion. Comme le remarque Sabine, les investisseurs ont plus spontanément un avis extra-financier sur l'entreprise alors qu'ils ont tendance à se reposer plus facilement sur les acteurs de la société de gestion sur le plan financier. Les représentants internes procèdent alors souvent à des comptes rendus précis revenant sur les valeurs détenues en portefeuille et éventuellement sur les raisons qui justifient ce choix de valeurs. Ces comités peuvent être parfois l'occasion de recevoir des représentants d'entreprises qui peuvent échanger avec l'ensemble des protagonistes en présence. Ce type de comité permet donc à des tierces parties de se voir présenter les grands axes des process de gestion ISR et d'obtenir une vision plus ou moins précise du résultat final du déploiement des process de gestion ISR, soit la composition finale du portefeuille.

Par ailleurs, existent des comités de pilotage extra-financiers consultatifs n'associant pas d'investisseurs. Il s'agit alors de réunir les représentants internes des sociétés de gestion et des spécialistes des thématiques extra-financières. Il semble que ce dernier type de structure, même s'il permet aux sociétés de gestion de discuter avec des tierces parties des grandes orientations prises par leur offre ISR, ne puisse réellement jouer un rôle de contrôle même indirect des process de gestion ISR puisque la société de gestion convient ces spécialistes pour occuper des rôles d'experts.

L'exemple décrit à la suite fournit un bon exemple de cette configuration. Les principaux investisseurs institutionnels d'un fonds ISR sont réunis au sein d'un comité

---

<sup>357</sup> Une seule société de gestion sur le marché français a mis en place un comité de pilotage associant les souscripteurs particuliers du fonds.

stratégique avec des représentants internes de la société de gestion et des experts financiers externes pour décider des grandes orientations de la politique financière d'investissement. Parallèlement un comité de pilotage éthique se réunit pour discuter des grandes orientations extra-financières prises. Dans ce comité, sont rassemblés les représentants internes de la société de gestion et des experts de l'ISR, de la RSE et du développement durable. En revanche les grands investisseurs institutionnels qui prennent les décisions financières ne siègent pas dans ce comité. Il n'y a pas de réelle articulation entre les considérations extra-financières développées et la prise de décision financière.

Le rôle de contrôle des comités de pilotage dépend ainsi essentiellement du degré d'implication de la clientèle dans l'application des principes extra-financiers dans les process de gestion ISR. Les plus impliqués, qui sont le plus souvent des représentants d'associations, de fondations, d'ONG ou de congrégations religieuses, en exigeant un droit de regard voire de veto peuvent réellement exercer une fonction de contrôle sur la composition du portefeuille. Le comité de pilotage peut alors devenir un espace de négociation, de décision et de choix entre professionnels de la Finance et investisseurs où peuvent s'articuler, à travers le débat sur les propriétés du process de gestion ISR, le politique et le financier. Toutefois, il faut souligner ici que la clientèle institutionnelle des fonds ISR est diversement intéressée par la discussion sur l'approche extra-financière et son contrôle.

**En revanche, les clientèles particulières ne disposent pas de la même force de proposition potentielle que des clientèles institutionnelles, représentant généralement un collectif organisé et portant certaines valeurs. L'action des épargnants individuels sur le marché de l'offre ISR est largement individualisée<sup>358</sup> et permet difficilement l'expression d'une position structurée et collective sur le contrôle des process de gestion ISR. L'observation participante réalisée lors de l'enquête de terrain d'un comité de pilotage où siègent quelques souscripteurs particuliers confirme cette hypothèse. Le dispositif institutionnel mis en place par la société de gestion fait clairement ressentir aux souscripteurs particuliers que leur présence dans un tel comité de pilotage peut être considérée comme un privilège. Ils sont alors invités à se comporter comme des observateurs chanceux d'assister à un tel événement plutôt que comme des représentants du collectif de la clientèle des particuliers. Ils ne forment d'ailleurs pas objectivement un collectif, puisque comme dans la majorité des dispositifs institutionnels de l'échange marchand, les actions des épargnants particuliers restent atomisées. Chaque participant au comité de pilotage ne peut alors que représenter sa propre individualité.**

Le deuxième dispositif de contrôle externe le plus souvent mis en avant par les sociétés de gestion (un quart du panel) est celui fourni par les agences d'analyse et de notation extra-financières.

Les modalités de ce contrôle sont différentes selon la forme prise au final par le produit d'évaluation extra-financière fournie par les agences aux sociétés de gestion. Dans le cas où la société de gestion utilise officiellement l'indice socialement responsable établi par une agence donnée, la société s'engage à en suivre la composition exacte pour ne pas altérer la légitimité et l'image de marque de l'indice. Dans le cas de l'achat d'une prestation se traduisant par le droit d'utiliser un univers ISR pré-établi, deux formes de fonctionnement ont pu être observées. Certaines agences soumettent le droit d'utiliser leur prestation au respect de cet univers extra-financier pré-établi. D'autres laissent une plus grande latitude aux

---

<sup>358</sup> L'hypothèse de l'individualisation de l'action des consommateurs sur le marché est emprunté à Dubuisson-Quellier, S., Lamine, C., 2004, « Faire le marché autrement, l'abonnement à un panier de fruit et de légumes comme forme d'engagement politique des consommateurs », *Sciences de la Société*, n° 62, pp145-165

sociétés de gestion mais attribuent un label<sup>359</sup> à celles qui sélectionnent uniquement leurs valeurs dans cet univers pré-établi.

Certaines agences, comme Vigeo, qui proposent, elles, un produit final de notation, offrent parfois aux sociétés de gestion un service de contrôle de la notation globale des valeurs en portefeuilles conformément au système de pondération de critères choisis. Cette notation permet de saisir si la société de gestion se tient au seuil de notation établi officiellement. L'agence, qui établit la notation du portefeuille à un instant donné, n'a en revanche aucun pouvoir coercitif si cette notation se révèle non conforme au seuil établi. Certaines sociétés de gestion utilisent cette notation de portefeuille dans leur communication officielle sur la politique d'investissement du fond. D'autres semblent avoir une utilisation strictement interne de cette information. L'ensemble de ces dispositifs de contrôle permet aux sociétés de gestion d'emprunter à la légitimité des agences d'analyse et de notation extra-financières sur le champ de l'ISR.

A la suite de ce second item, 21% des sociétés de gestion déclarent avoir mis en place des dispositifs de types « autres ». Dans cette catégorie « autres », la majorité des sociétés de gestion concernées désignent le contrôle exercé par le Comité Intersyndical de l'Epargne Salariale (CIES)<sup>360</sup> sur les sociétés de gestion dont les gammes d'Epargne salariale ont été labellisées lors de l'année 2003. Il faut ici souligner que ce contrôle s'exerce de manière effective sur les gammes de FCPE ISR et non pas sur les Sicav et FCP qui ont fait l'objet de notre terrain d'enquête. Il semble cependant que les process de gestion ISR appliqués sur les fonds ouverts soient similaires à ceux adoptés sur les FCPE. Concrètement, le CIES exige des sociétés de gestion, dont il a labellisé la gamme de produits financiers pour l'épargne salariale, de lui fournir les orientations de la politique d'investissement et du process de gestion ISR, la liste complète des titres en portefeuille et de mettre en place un comité de surveillance des gammes labellisées. Le fonctionnement de ces comités, si l'on s'appuie sur les données récoltées pendant l'enquête de terrain, semble similaire à celui des comités de pilotage extra-financiers avec investisseurs sans droit de veto, décrits ci-dessus. Dans ces comités de surveillance, les aspects financiers sont aussi discutés. Dans cette catégorie « autres », une société de gestion évoque par ailleurs l'implication de consultants mais aucun détail n'est donné sur la forme prise par ce contrôle.

Finalement, respectivement 11% et 4% du panel évoquent soit le travail de contrôle externe exercé par un commissaire au compte ou un cabinet d'audit et de conseil. Les sociétés

---

<sup>359</sup> L'agence belge Ethibel fonctionne par exemple sur ce système de label.

<sup>360</sup> Voir glossaire



de gestion qui mettent en avant le contrôle du commissaire au compte n'évoquent aucune autre forme de contrôle externe. Dans les deux cas, le contrôle ne semble pas s'effectuer sur l'adéquation de la composition du portefeuille aux règles d'éligibilité extra-financière établies mais plutôt sur le contrôle des moyens mis en place pour assurer le déploiement du process de gestion ISR. Le cabinet de conseil ou d'audit ou le commissaire au compte vont ainsi vérifier que la société de gestion a bien passé un contrat avec les fournisseurs d'information affichés ou possède bien le nombre d'analystes socialement responsables revendiqués<sup>361</sup>.

**Comités de pilotage extra-financiers, surveillance du degré d'exigence ISR des portefeuilles par les agences d'analyse et de notation extra-financières, balbutiements de la prise en compte de la spécificité de ces fonds par les organes traditionnels de vérification et de contrôle de l'adéquation des process financiers, les dispositifs de contrôle externes sont encore plus hétérogènes que ceux se déployant en interne. Il est assez difficile de qualifier leur poids effectif en cas de constat d'un écart entre la politique officielle d'investissement, son déploiement et son résultat final en terme de composition de portefeuille.**

**Seuls les comités de pilotage comprenant des investisseurs institutionnels engagés sur les questions extra-financières et dotés d'un véritable droit de regard et de pression sur l'application des process de gestion ISR paraissent être le théâtre d'une véritable confrontation et négociation sur l'articulation des exigences financières portées par les professionnels de la gestion et les attentes extra-financières de la clientèle institutionnelle. Le débat échappe alors en partie à la boutique marchande. Dans les comités où les investisseurs institutionnels n'ont pas les mêmes prérogatives ou ne sont pas véritablement engagés sur la dimension extra-financière, le débat tout en restant dans la boutique marchande s'extrait légèrement de l'arrière cuisine financière. En effet même si les décisions finales d'investissement restent essentiellement aux mains des professionnels de la gestion, investisseurs institutionnels de poids, souscripteurs particuliers triés sur le volet ainsi qu'experts des thématiques extra-financières soigneusement choisis, sont invités à donner leur avis et à dialoguer avec ces représentants internes des sociétés de gestion.**

---

<sup>361</sup> Quelques sociétés de gestion évoquent dans leur réponse le contrôle financier sur les portefeuilles des fonds ISR effectué par le commissaire au compte mais après vérification celui-ci jusqu'ici ne semble pas prendre en compte la spécificité ISR des fonds. Ces réponses n'ont dès lors pas été comptabilisées.

**Or aujourd’hui, la constitution de ces comités de pilotage plus ou moins hybrides et à la répartition du pouvoir de décision plus ou moins concentrée, est loin de concerner l’ensemble des sociétés de gestion. Un nombre non négligeable d’entre elles préfèrent en effet soumettre leurs process de gestion ISR à l’approbation d’agences d’analyse et de notation extra-financières dont ils sont les principaux clients, aux organes externes traditionnels d’audit et de vérification financière qui semblent encore peu au fait des spécificités du champ de l’ISR ou encore à des dispositifs de contrôle strictement internes.**

*c) Entrée dans la zone chaude: la composition finale des portefeuilles ISR*

Les acteurs des sociétés de gestion restent souvent, à part dans le cas où certains investisseurs jouent un rôle central dans la définition des process de gestion ISR, les seuls maîtres à bord sur la manière pratique dont ils vont déployer les politiques ISR revendiquées. C’est notamment le cas pour les fonds ISR visant strictement ou majoritairement une clientèle de souscripteurs particuliers. Toutefois, cela ne signifie pas forcément que ce déploiement soit opaque. En effet comme nous le verrons dans le chapitre VII, certaines sociétés de gestion, certes encore rares, en utilisant les outils de communication et de compte-rendu arrivent à faire sortir un tant soi peu leur activité de l’arrière-boutique marchande pour les exposer en vitrine de cette même boutique. Cependant même dans cet effort de transparence, la construction technique des process de gestion ISR offerts sur le marché français, reste essentiellement débattue en vase clos au sein des sociétés de gestion entre acteurs privés se rattachant aux espaces de la Finance.

Pourtant il est un pan que ces acteurs ont du mal à dissimuler, même si certaines sociétés de gestion sont plutôt enclines à le dévoiler le moins possible, c’est la composition finale des portefeuilles des fonds pour lesquels les sociétés de gestion revendiquent l’étiquette extra-financière. La convention en France est de rendre publique les cinq à dix premières lignes d’un portefeuille de valeurs d’un produit financier dans les documents de communication et de comptes-rendus financiers officiels. Toutefois, si les compositions finales ne sont pas intégralement rendues publiques, elles sont utilisées par les fournisseurs d’informations financières, comme Morningstar ou Europerformance, pour calculer la performance financière des fonds ISR au même titre que celles des fonds classiques. L’information sur la performance financière des fonds ISR est donc une donnée relativement accessible si l’on fréquente des bases de données gratuites ou payantes de ce type. Avoir

accès à la composition totale des portefeuilles est un travail de plus longue haleine mais qui peut se révéler en partie possible si la recherche est menée de façon systématique et volontaire. Par conséquent, certains chercheurs des milieux universitaires mais aussi des acteurs professionnels qui s'attribuent comme fonction d'être des observateurs du marché de l'ISR partent de l'observation de la composition finale des portefeuilles ISR à un instant T pour poser les deux questions suivantes :

*- Que peut-on dire de la performance financière de ces fonds qui portent l'étiquette de fonds ISR ? Est-elle similaire, supérieure ou inférieure à celle des fonds classiques ?*

*- Sur le plan extra-financier, en quoi les compositions de ces portefeuilles ISR sont-elles différentes de celles des fonds traditionnels ? Comment qualifier et quel jugement porté sur l'impact extra-financier de ces process de gestion ISR ?*

Dans la partie suivante, nous aborderons ces deux questions de la performance financière et la différenciation extra-financière des process de gestion ISR. L'analyse portera d'abord sur les avancées des travaux de recherche qu'ils soient strictement académiques ou portés par des observateurs professionnels du champ de l'ISR mais aussi sur les opinions véhiculées dans les médias avant de nous intéresser aux prises de positions des acteurs des sociétés de gestion sur ces deux thématiques.

## **II) Performance financière et différenciation extra-financière des process de gestion ISR : croyance, scepticisme et démonstrations scientifiques...**

### **1) Le diagnostic sur la performance financière des fonds : quand la fragilité des résultats scientifiques freine l'explosion des professions de foi**

#### **A) Du côté des études académiques**

Les travaux menés strictement sur la question de la performance financière des fonds ISR par des chercheurs issus du monde universitaire peuvent se classer en deux catégories car ne portent pas exactement sur les mêmes domaines et ne concernent pas exactement les mêmes disciplines.

Certains chercheurs venant des sciences économiques et statistiques se penchent directement et strictement sur la performance financière des indices et des fonds dits socialement responsables. A partir des techniques de l'économétrie financière, ils tentent de définir si les indices et les fonds identifiés comme ISR ont des performances similaires ou différenciées par rapport aux indices et fonds traditionnels. Ils tentent alors de définir quels sont les facteurs explicatifs de la similitude ou de la différenciation de la performance de ces fonds. Les explications sont-elles à trouver du côté des facteurs financiers classiques ou du côté de la prise en considération des exigences socialement responsables, ces dernières n'étant pas forcément saisies de la même manière dans la totalité de ces études ?

L'objectif le plus souvent affiché par ces travaux est de déterminer si prendre en compte des critères extra-financiers est un obstacle à la performance financière. Ces travaux concluent généralement que les indices et les fonds ISR ne sont ni plus ni moins performants que les indices et fonds traditionnels auxquels ils sont comparables. Si des différentiels de performance sont identifiés dans ces travaux, les facteurs explicatifs reposent sur la mise à jours de biais financiers engendrés indirectement ou directement par l'application des contraintes financières et extra-financières.

Une orientation plus mineure de ces travaux est de travailler à partir de la recherche extra-financière réalisée par les agences d'analyse et de notation extra-financière sur les

entreprises. Des portefeuilles fictifs sont ainsi créés pour établir des liens de corrélation entre notation extra-financière et performance financière. L'objectif ici est d'aller plus loin dans la qualification du lien entre critères extra-financiers et performance financière.

Les travaux reconnus d'économétrie financière et de recherches statistiques de ce genre ne sont pas français. Les premiers ont été publiés aux Etats-Unis et en Angleterre<sup>362</sup>. Des travaux récents viennent d'être publiés au Pays-Bas<sup>363</sup>. Ces derniers sont le fruit d'un partenariat entre certaines universités néerlandaises, un grand fonds de pension néerlandais qui s'est adjoint les services de l'agence d'analyse et de notation extra-financière Innovest. Des travaux français de ce type sont en projet.

Un second courant de recherche est porté plus spécifiquement par des chercheurs en sciences de gestion spécialisés sur la thématique de la responsabilité sociale<sup>364</sup>. Certains de ces chercheurs, depuis maintenant environ une trentaine d'années, se sont spécialisés sur la recherche du lien entre application des principes socialement responsables dans les entreprises et performances comptables de ces dernières. Alors que les premiers travaux

---

<sup>362</sup> **Les travaux aux Etats Unis :**

Goldreyer, E.F. and Diltz, J.D., 1999, "The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection", *Managerial Finance*, vol. 25-1, pp. 23-36.

Hamilton, S., Jo, H and Statman, M, 1993, "Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analyst Journal*, vol. 49-6, pp. 62-66.

Sauer, D.A., 1997, "The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund", *Review of Financial Economics*, Vol. 6, No. 2, pp. 137-149

Statman, M, 2000, "Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analyst Journal*, May/June.

**Les travaux au Royaume-Uni:**

Gregory, A., J. Matatko and R. Luther (1997), "Ethical Unit Trust Financial Performance: Small Company Effects and Fund Size Effects", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24(5), pp. 705-725.

Luther, R.G., Matatko, J and Corner, D (1992), "The Investment Performance of UK Ethical Unit Trusts", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 5-4, pp. 57-70.

Luther, R.G. and Matatko, J, (1994), "The Performance of Ethical Unit Trusts: Choosing an Appropriate Benchmark", *British Accounting Review*, vol. 26, pp. 77-89.

Mallin, C.A., Saadouni, B and. Briston, R.J (1995), "The Financial Performance of Ethical Investment Funds", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 22-4, pp. 483-496.

<sup>363</sup> **Les travaux aux Pays-Bas:**

Bauer, R; Otten, R; Tourani Rad, A, 2005, "Ethical Investing in Australia: is there a financial penalty?", Life Working Paper, Maastricht University, <http://www.fdewb.unimaas.nl/finance>

Bauer, R; Derwall J, Otten, R, 2003, "Canadian Ethical Funds: Performance and Investment Style: Analysis in a multifactor frame work", Life Working Paper, Maastricht University, <http://www.fdewb.unimaas.nl/finance>

Bauer, R; Derwall, J; Koedijk, K.C; Gunster, N, 2003, "The Eco-efficiency premium in the US equity market", Maastricht University, <http://www.fdewb.unimaas.nl/finance>

Bauer, R., Koedijk, K.C; Otten, R, 2002, "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style", Life Working Paper 02.59, Maastricht University.

<sup>364</sup> Pour une description de ce courant de recherche, voir le chapitre I

évoqués portent essentiellement sur la performance financière et les véhicules financiers d'investissement, ce courant de recherche est plus centré sur l'entreprise et sa performance comptable même si des incursions y sont souvent faites sur la performance financière des entreprises et la question de la prise en compte de l'information extra-financière produite par les entreprises sur les marchés financiers.

Pour Gond<sup>365</sup>, malgré les nombreux travaux consacrés à la question dans certaines branches des sciences de Gestion (courant Business and Society), la communauté des chercheurs n'a pu encore déterminer de manière scientifique le sens des liens entre prise en compte des exigences extra-financières et la performance comptable et financière des entreprises. Même si une majorité de ces études démontrent finalement un lien positif entre ces deux éléments, il est nécessaire d'en souligner les biais méthodologiques importants. En effet d'un auteur à un autre, les méthodologies et les outils de mesure sont complètement différents c'est-à-dire que ces études ne sont pas comparables entre elles. Ces études ont donc tendance à démontrer que le lien est dans l'ensemble positif mais cette démonstration a finalement peu de consistance scientifique. Gond souligne ainsi que certains chercheurs, ayant travaillé sur la consistance des résultats de ces études empiriques les décrivent de manière ironique, en reprenant une image pirandellienne, comme des données empiriques en quête de théorie permettant de les interpréter. De plus, la majeure partie de ces études est centrée sur la question environnementale qui ne constitue qu'une des dimensions de la RSE ou du développement durable ce qui en amenuise considérablement la portée générale. Par ailleurs, Gond souligne avec d'autres auteurs que les chercheurs travaillant sur ce lien doivent être vigilants sur leur propre positionnement implicite. En effet, stratégiquement, il est plus intéressant pour un chercheur qui se spécialise sur la RSE, pour défendre la pertinence de son champ de recherche et se faire une position institutionnelle dans le courant académique de la RSE, de prouver que le lien entre performance financière et RSE est positif que son contraire. Les chercheurs travaillant sur cette thématique doivent faire preuve d'une ascèse redoublée.

La question de la performance financière finale des portefeuilles de valeurs engendrée par les process de gestion ISR qui nous intéressent plus exactement ici, renvoie bien finalement à cette question de la démonstration de la plus-value financière de la mise en

---

<sup>365</sup> Gond, J-P., 2001, « l'éthique est-elle profitable ? Revue française de gestion, numéro spécial, n°136, novembre-décembre, p.72-86.

Gond, J-P., 2005, « Performing the Positive Relationship Between Corporate Social and Financial Performance », papier présenté à la conférence internationale de l'IASB (International Association for Business and Society).

application par les entreprises des principes de RSE ou de développement durable dans leurs pratiques internes. En effet, même s'il pouvait être démontré statistiquement que les fonds ISR font systématiquement de meilleures performances que les fonds traditionnels (ce qui est loin d'être le cas aujourd'hui), cela n'apporterait pas véritablement d'éléments fondamentaux d'avancement de la recherche. En effet, tant que des liens de causalité solides ne sont pas découverts entre les pratiques extra-financières de l'entreprise et sa performance comptable, il sera difficile pour les chercheurs d'avancer réellement des facteurs explicatifs mettant à jour les éléments de plus value financière ayant strictement à voir avec une spécificité ISR fortement dépendante de la mesure du déploiement de la RSE en interne des entreprises.

La question de la performance financière des fonds ISR demeure donc pour les milieux académiques une question complexe et ne faisant pas l'objet d'un consensus scientifique solide.

### **B) Du côté des recherches professionnelles et des médias**

En France, les instances qui travaillent sur le champ d'observation de la RSE et de l'ISR restent généralement très prudentes sur l'affirmation d'un lien positif entre application des critères extra-financiers au sein des entreprises et des marchés financiers et la performance financière.

Pendant l'année 2003, l'ORSE (Observatoire pour la responsabilité sociale de l'entreprise) organise un groupe de travail sur cette question. Un rapport sort en juillet 2003 intitulé : « Les stratégies de développement durable nourrissent-elles la performance économique des entreprises ? ». L'objectif officiel du rapport est « d'explorer les arguments qui visent à montrer que la responsabilité sociale et environnementale crée de la valeur économique ».

Une partie est consacrée plus spécifiquement à la question de la performance financière et propose un bilan sur la question de la performance financière des fonds ISR. Dans cette partie, le discours des observateurs et des professionnels interrogés reste d'une grande prudence. Même si intuitivement, les acteurs ont tendance à affirmer leur croyance dans le lien positif entre la valeur financière et les valeurs, ils reconnaissent que les éléments objectifs scientifiques pour porter cette croyance sont encore fragiles. Si l'on s'en tient strictement aux grandes orientations de la littérature académique sur la Finance, étant donné

que même la démonstration de la plus value financière de la gestion active n'est pas faite, il semble difficile de la diagnostiquer pour les process de gestion ISR qui s'apparentent tous à une forme de gestion active. Quant aux praticiens de l'ISR interrogés, c'est-à-dire les acteurs des sociétés de gestion, tous s'accordent à mettre en avant la nécessité de prendre du recul historique pour pouvoir être capable d'aller plus loin que la simple profession de foi dans les vertus bénéfiques de l'ISR et de la RSE.

L'organisation Novethic n'a pour sa part jamais produit d'études concentrées uniquement sur la question des performances financières des fonds ISR alors qu'elle est assez prolixe sur ces autres dimensions. Elle établit cependant en partenariat avec le cabinet de conseil Amadeis des éléments sur la performance des fonds ISR dans certaines de ses productions<sup>366</sup> mais n'a pas proposé d'étude approfondie sur la question. Elle est cependant parfois invitée à se prononcer sur cette question dans les médias et dans certaines rencontres professionnelles. Elle possède donc un discours officiel sur la question qui se modèle sur la position suivante<sup>367</sup>. Il n'est aujourd'hui pas possible de démontrer scientifiquement que l'ISR est vecteur de sur ou de sous performance financière. Mais les résultats recueillis sur la performance des fonds ISR permettent de suggérer que la spécificité ISR ne semble pas, à priori, être un obstacle à l'atteinte de la performance financière puisque l'observation de la performance des fonds ISR la révèle comparable à celles des fonds traditionnels. Le discours officiel de Novethic se rallie, par ailleurs, parfois au credo selon lequel, sur le long terme, les entreprises respectueuses des principes du développement durable pourraient bénéficier d'une plus value financière.

Dans la presse financière et généraliste, les grands axes de ce discours se retrouvent avec quelques nuances. Une analyse détaillée des articles traitants de l'ISR de janvier 2003 à mars 2005 nous permet de tirer quelques conclusions sur le contenu de ces articles<sup>368</sup>. Cette base d'une quarantaine d'articles est issue soit de la presse financière et économique généraliste: *La Tribune*, *Les Echos*, *Le Nouvel Economiste*, *Le Monde Argent*, *le Figaro Economie*, soit de la presse spécialisée sur la Finance et la gestion d'actifs : *L'Agefi Actifs*, *Options Finance*, *La Vie Financière*, soit de la presse de conseil en investissement aux

---

<sup>366</sup> Le Panorama de l'investissement socialement responsable

<sup>367</sup> La reconstitution de la position officielle de Novethic sur la performance financière des fonds ISR repose sur l'observation participante et l'analyse du discours de Novethic sur cette question dans la presse ces trois dernières années.

<sup>368</sup> Voir le tableau d'analyse du discours et en annexe la liste récapitulative des articles. Sur la période janvier 2003-février 2005, 37 articles parus dans la presse écrite financière et généraliste française ont été identifiés comme ayant spécifiquement traité la question de la performance financière de la gestion ISR. Ils ont été extraits d'une base d'une centaine d'articles qui traitent spécifiquement de la gestion ISR.



particuliers : *Investir Magazine*, *Le Revenu*, *J'économise*, *Mieux vivre votre argent*, *Investissement conseil*, *Gestion de fortune* soit de la presse consumériste : *60 millions de consommateurs*, *le Nouveau Consommateur* ou encore de médias plus généralistes comme *La Croix*, *Télérama* ou encore *Paris Match*.

Dans cette base d'articles provenant de sources diversifiées, la performance est rarement le sujet principal traité par le journaliste. Elle est parfois évoquée de manière laconique, une ou deux lignes la concernant. Toutefois dans la grande majorité des cas, la question de la performance financière est un des principaux sujets traités dans des articles qui avec des tons et des positionnements différents font essentiellement un travail de présentation et de pédagogie sur le mouvement de l'ISR. Les journalistes, pour produire ces articles sur ce sujet relativement nouveau, se tournent vers deux sources principales d'information : les structures d'information et de recherche spécialisée dans l'observation de ce marché comme Novethic, l'ORSE ou d'autres experts de l'ISR et vers les professionnels de la gestion : directeurs de société de gestion, gérants d'actifs et parfois analystes ISR. Les propos de l'ensemble de ces acteurs sont parfois cités dans ces articles. Certains articles prennent la forme d'un entretien avec un de ces acteurs du champ de l'ISR. Les journalistes partent donc généralement du discours que souhaitent diffuser les professionnels de la gestion ISR et les observateurs spécialisés sur le champ de l'ISR et ici plus particulièrement sur la question de la performance financière de cette forme de gestion. Les journalistes retiennent cependant ce qui leur semble pertinent par rapport à leur propre vision du sujet et l'angle qu'ils souhaitent donner à leurs productions journalistiques. Sur l'ensemble de ces articles, notre analyse nous a permis de repérer 4 grandes orientations du discours sur la performance financière de l'ISR :

| Date       | Médias                       | Tableaux performances | Performance FIN : Sujet central | Performance FIN: un des principaux sujets | Performance FIN: sujets annexes | Performance de l'ISR comparable à celle du marché | L'ISR n'est pas destructeur de valeur | Manque de recul historique sur la Performance de l'ISR | Pas de preuve scientifique de la sur performance de l'ISR | Sur performance de certains fonds ISR | Sur performance de l'ISR à long terme par enclenchement cercle vertueux | L'ISR fait moins bien que le marché | Le cours de bourse des entreprises n'est pas affecté par leur comportement DD |
|------------|------------------------------|-----------------------|---------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 03/03/2005 | Investir Magazine            |                       |                                 |                                           | 1                               |                                                   |                                       |                                                        | 1                                                         |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 26/11/2004 | La Tribune                   |                       |                                 |                                           | 1                               |                                                   |                                       | 1                                                      |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 03/12/2004 | Le Figaro Economie           |                       |                                 | 1                                         |                                 |                                                   |                                       |                                                        |                                                           |                                       | 1                                                                       |                                     |                                                                               |
| 19/11/2004 | L'Agefi actifs               | 1                     |                                 | 1                                         |                                 |                                                   |                                       |                                                        | 1                                                         |                                       |                                                                         | 1                                   |                                                                               |
| 26/11/2004 | La Tribune                   | 1                     |                                 |                                           | 1                               |                                                   |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 26/03/2004 | Le Nouvel Economiste         |                       |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           | 1                                     |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 30/01/2004 | L'Agefi actifs               |                       | 1                               |                                           |                                 |                                                   |                                       |                                                        |                                                           | 1                                     |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 22/01/2004 | L'Agefi                      |                       |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 | 1                                     |                                                        | 1                                                         |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 01/11/2004 | Mieux vivre votre Argent     |                       |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 30/09/2004 | Le Figaro Economie           |                       |                                 |                                           | 1                               | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 12/12/2004 | Le Monde Argent              | 1                     |                                 |                                           | 1                               |                                                   | 1                                     |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 14/12/2004 | La Tribune                   |                       |                                 |                                           | 1                               |                                                   |                                       |                                                        | 1                                                         |                                       | 1                                                                       |                                     |                                                                               |
| 20/09/2004 | Options Finance              | 1                     |                                 | 1                                         |                                 |                                                   |                                       |                                                        | 1                                                         |                                       | 1                                                                       |                                     |                                                                               |
| 01/05/2004 | 60 millions de consommateurs |                       |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           |                                       | 1                                                                       |                                     |                                                                               |
| 01/03/2004 | Mieux vivre votre Argent     |                       |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 01/03/2004 | Le Revenu                    | 1                     |                                 |                                           | 1                               | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           | 1                                     |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 01/04/2004 | Le nouveau consommateur      |                       |                                 |                                           | 1                               | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 22/01/2004 | L'Agefi                      |                       |                                 |                                           | 1                               |                                                   | 1                                     |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         | 1                                   |                                                                               |
| 24/01/2004 | Le Figaro Economie           |                       |                                 |                                           | 1                               |                                                   | 1                                     |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         | 1                                   |                                                                               |
| 01/01/2004 | J'économise                  |                       |                                 | 1                                         |                                 |                                                   |                                       |                                                        |                                                           | 1                                     | 1                                                                       |                                     |                                                                               |
| 21/02/2004 | Télérama                     |                       |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
|            |                              | 5                     | 1                               | 10                                        | 10                              | 9                                                 | 4                                     | 1                                                      | 5                                                         | 4                                     | 5                                                                       | 3                                   | 0                                                                             |
| 13/10/2003 | Magazine Investir            |                       |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       | 1                                                      | 1                                                         |                                       | 1                                                                       |                                     |                                                                               |
| 18/09/2003 | L'Agefi                      |                       |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        | 1                                                         |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 15/09/2003 | Options Finance              | 1                     |                                 | 1                                         |                                 |                                                   |                                       |                                                        | 1                                                         |                                       | 1                                                                       |                                     |                                                                               |
| 01/10/2003 | Gestion de Fortune           |                       |                                 | 1                                         |                                 |                                                   | 1                                     |                                                        | 1                                                         |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 25/07/2003 | Les Echos                    | 1                     |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 01/05/2003 | Le Monde Argent              | 1                     |                                 |                                           | 1                               | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 18/07/2003 | La Tribune                   |                       | 1                               |                                           |                                 |                                                   |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     | 1                                                                             |
| 11/04/2003 | L'Agefi actifs               |                       |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        | 1                                                         |                                       | 1                                                                       |                                     |                                                                               |
| 03/02/2003 | Le Revenu                    |                       |                                 | 1                                         |                                 |                                                   |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     | 1                                                                             |
| 15/12/2003 | La Croix                     | 1                     |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           |                                       | 1                                                                       |                                     |                                                                               |
| 27/11/2003 | Le Monde Argent              | 1                     |                                 | 1                                         |                                 |                                                   |                                       | 1                                                      |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 14/11/2003 | La Vie Financière            |                       | 1                               |                                           |                                 |                                                   |                                       |                                                        |                                                           | 1                                     | 1                                                                       |                                     |                                                                               |
| 02/12/2003 | Paris Match                  |                       |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 01/11/2003 | 60 millions de consommateurs |                       |                                 | 1                                         |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           | 1                                     |                                                                         |                                     |                                                                               |
| 10/06/2003 | Investissement Conseil       |                       | 1                               |                                           |                                 |                                                   |                                       |                                                        |                                                           |                                       |                                                                         | 1                                   |                                                                               |
| 01/04/2003 | 60 millions de consommateurs |                       | 1                               |                                           |                                 | 1                                                 |                                       |                                                        |                                                           | 1                                     |                                                                         |                                     |                                                                               |
|            |                              | 5                     | 4                               | 11                                        | 1                               | 9                                                 | 1                                     | 2                                                      | 5                                                         | 3                                     | 5                                                                       | 1                                   | 2                                                                             |
|            |                              | 10                    | 5                               | 21                                        | 11                              | 18                                                | 5                                     | 3                                                      | 10                                                        | 7                                     | 10                                                                      | 4                                   | 2                                                                             |
|            | 37                           | 27%                   | 14%                             | 57%                                       | 30%                             | 49%                                               | 14%                                   | 8%                                                     | 27%                                                       | 19%                                   | 27%                                                                     | 11%                                 | 5%                                                                            |

Le registre de la neutralité : Le journaliste suggère ou fait suggérer aux protagonistes mis en scène dans son article que de manière générale, la performance des fonds ISR est comparable à celle du marché ou que l'ISR a fait la preuve qu'il n'est pas destructeur de valeur ajoutée financière. C'est le discours le plus fréquemment véhiculé dans les articles. Il en concerne plus de 60%. Ce discours ne veut cependant dire que l'ISR fait de bonnes performances, il suivrait juste la tendance des marchés financiers actions, plutôt morose jusque là. Ce discours de la neutralité n'est pas neutre en terme d'enjeu stratégique. Il permet d'écarter l'idée que l'ISR serait facteur de sous performance en raison de sa spécificité extra-financière. Au contraire, les fonds ISR sont décrits comme se comportant aussi bien que n'importe quel fond tout en ayant des exigences extra-financières.

Le registre de l'optimisme discret : Aucun des articles analysés ne s'avancent sur un discours vigoureusement positif concernant les performances financières des fonds ISR ouverts commercialisés sur le marché français. Toutefois, certains proposent une vision assez positive des performances financières qui pourraient être attendues en empruntant deux voies différentes. La première voie, la plus rare (19%) consiste à mettre en avant la sur performance de certains fonds ISR sur le court terme et de l'ensemble des fonds ISR sur le long terme. La seconde voie, plus souvent utilisée est de laisser la parole à certains professionnels de la gestion d'actifs. Ces derniers mettent alors en avant leur conviction que l'ISR sera source de performance à long terme. L'articulation de l'argumentaire repose alors sur la démonstration que le respect des exigences extra-financières par les entreprises pourraient à terme leur apporter une plus value financière.

Le registre de la prudence : Cette troisième orientation concerne environ un tiers des articles. Il s'agit de rappeler que la sous performance mais surtout la sur performance de l'ISR n'est pas prouvée. Les arguments évoqués sont alors le manque de démonstration rigoureuse et scientifique et le manque de recul dans le temps qui empêche de délivrer des conclusions sérieuses sur la question de la performance financière. Ce registre est souvent couplé avec celui de la neutralité mais aussi celui de l'optimisme discret afin de nuancer le propos.

Le registre du freinage : Si peu d'articles chantent ouvertement les louanges de la performance financière des fonds ISR, les articles adoptant un angle ouvertement critique et négatif sur la performance financière de cette forme de gestion sont rares. Le ton reste souvent assez prudent. Certains articles rappellent néanmoins que les fonds ISR sont, selon certains

horizons de mesure, moins performants que le marché. Le journal *Mieux Vivre votre argent* va plus loin dans ce registre en reprochant aux gérants d'actifs ISR de rester trop près des indices ce qui les empêche de pouvoir espérer obtenir des plus value financières conséquentes. Une autre approche ici adoptée par *le Revenu* n'est plus de partir de la performance des différents fonds ISR mais des cours de bourse des entreprises censées être les plus vertueuses en terme de développement durable. Ici le ton se fait plus tranché car aucune corrélation ne semble pouvoir être constatée à première vue entre augmentation de la performance boursière des entreprises et adoption d'un comportement développement durable au dessus de tout soupçon. Comme le précise le président de Shell France dans le *Revenu* : « Notre engagement développement durable n'a aucun incidence sur notre cours de Bourse ».

Seuls les registres du freinage et de l'optimisme discret ne se retrouvent pas au sein du même article. En revanche, ceux de la neutralité et de la prudence scientifique, peuvent être réunis assez souvent dans le même article. Le positivisme discret se relie aussi souvent à celui de la prudence scientifique et plus rarement à celui de la neutralité.

Dans un article sur la performativité<sup>369</sup> du lien entre RSE, ISR et performance financière, Gond met en avant l'idée que la question du lien positif entre performance financière et application des critères extra-financiers, si elle doit toujours continuer à être l'objet d'une recherche empirique de facteurs de corrélations entre ces deux dimensions, mériterait aussi d'être abordée sous l'angle de la capacité des acteurs engagés dans le champ de l'ISR à diffuser un discours et construire des normes amenant l'ensemble des professionnels concernés et l'opinion publique à adhérer à la croyance dans le lien positif entre ces deux dimensions.

L'hypothèse développée par le chercheur est que cette croyance pourrait avoir à terme un effet performatif sur ce lien par l'amorçage d'un changement de discours et de comportements chez l'ensemble des acteurs concernés par la mise à jour effective de ce lien. La croyance de certains acteurs, très impliqués dans le champ de l'ISR, dans le lien positif entre performance extra-financière et critères extra-financiers pourrait alors être interprétée comme le fondement d'une sorte de prophétie auto-réalisatrice car ce qui était faux au départ, la convergence positive, deviendrait vrai grâce aux changements de discours et de comportements d'un nombre de plus en plus élargi d'acteurs. Dans cette hypothèse, par

---

<sup>369</sup> Gond, J-P, 2005, « Performing the positive relationship between corporate social and Financial Performance », papier présenté à la conférence internationale de l'IASB (International Association for Business and Society)

exemple, le travail de conviction des acteurs de l'ISR auprès des acteurs de l'analyse financière pourrait à terme entraîner ces derniers à tenir compte dans leur évaluation des entreprises de leur engagement dans la RSE. Cette prise en compte pourrait alors, si elle se généralise, avoir un impact concret et mesurable sur les cours boursiers des entreprises. Ce qui est faux aujourd'hui, le lien entre prise en compte de la RSE et évolution positive des cours de bourse deviendrait vrai grâce à la transformation des pratiques et des comportements d'acteurs dont l'activité déborde du strict cadre de l'ISR.

Nous aimerions revenir ici sur cette idée de la croyance a priori dans les vertus financières de l'ISR. Il n'est pas question ici de remettre en cause la présence de cette croyance, qui existe réellement, comme nous avons pu le voir avec l'émergence du concept de matérialité dans la recherche extra-financière ou ici avec le registre de l'optimisme discret dans l'arène médiatique française. Le travail de terrain nous amène toutefois à souligner que d'autres formes de croyances et de discours se juxtaposent à ceux du lien positif.

L'hypothèse de la convergence vertueuse entre respect des critères extra-financiers et performance financière peut être même assez vigoureusement combattue quand il s'agit d'en faire de manière trop voyante le seul et unique objectif de l'approche extra-financière. Le débat sur la matérialité qui agite l'ensemble des acteurs du champ de l'ISR en est la preuve. Dans les articles de presse analysés, ce discours positif s'efface plutôt même au profit de celui de la neutralité et du compromis. Il s'agit alors plutôt de diffuser l'idée que l'ISR se révèle neutre en terme de performance financière que de célébrer ses vertus financières. L'objectif est de diffuser la croyance qu'il n'est pas risqué de s'engager dans cette voie dont la réelle plus-value n'est pas forcément financière mais plutôt reliée à la possibilité de donner du sens à son placement. Toutefois, il est possible que cette impression qui se dégage de la lecture de la presse soit fortement modelée par le filtre du regard journalistique qui donnerait moins de place à l'expression de cette croyance plus propre aux acteurs des sociétés de gestion. C'est pourquoi nous nous attacherons en dernier lieu à l'analyse des opinions exprimées par certains d'entre eux sur cette question lors de notre observation participante<sup>370</sup>.

---

<sup>370</sup> Pour la partie suivante, l'analyse s'appuie sur l'observation participante et la réalisation d'une série d'entretiens téléphoniques avec une dizaine de gérants de fonds ISR sur la question générale de la convergence entre performance financière et extra-financière et sur la performance financière des fonds commercialisés par leur société de gestion pendant l'été 2003.

### C) Du côté des professionnels de la gestion

Chez les acteurs des sociétés de gestion, la question du lien de la performance financière et de l'application d'une démarche ISR ne se décline pas forcément de la même manière lorsqu'il s'agit d'ébaucher un discours généraliste voire philosophique sur la question ou d'aborder réellement la question de la plus value financière engendrée concrètement par l'application d'une gestion ISR.

Dans le discours généraliste, deux grands types de discours peuvent être distingués, celui de la croyance positive et celui de la prudence. Le premier consiste donc à affirmer sa croyance dans la convergence positive entre les deux dimensions :

« Les meilleurs de la classe en DD seront les gagnants de demain au niveau de la performance financière. » **Représentant SG 10**

« Notre position à l'heure actuelle sur la performance financière, c'est de penser qu'intuitivement le développement durable ne peut être que bénéfique à la performance mais c'est vrai qu'à terme il faudra qu'on rende des comptes aux investisseurs sur ce point. » **Représentant SG3**

« La conviction réside aussi dans le fait d'être persuadé que ce qui est durable peut être rentable. Il est véritablement indispensable de gagner de l'argent, de produire de la performance. Gagner de l'argent avec cette approche c'est la condition sine qua non de son développement. » **Représentant SG 12**

Pour certains il est véritablement nécessaire de se rattacher à cette conviction pour justifier leur engagement d'acteurs financiers dans ce champ de l'ISR. L'affirmation de cette croyance ne possède pas toutefois la même force selon les interlocuteurs. Ils sont nombreux, après avoir affirmé cette position générale, à préciser qu'il s'agit essentiellement d'une intuition restant encore aujourd'hui du domaine de la croyance et non du fait scientifiquement prouvé.

D'autres, plus rares, dépassent le registre de la conviction pour aller vers celui de la démonstration scientifique. L'idée est alors avancée que la convergence du financier et de l'extra-financier pourrait bien être positif en raison de travaux menés en interne sur la question qui démontrent une très légère sur performance financière. Il est intéressant de souligner ici que les sociétés de gestion adoptant cette dernière posture sont aussi des structures maîtrisant et partageant en partie les principes de la gestion quantitative<sup>371</sup>. Il existe, chez elles, une volonté d'apporter des arguments empiriques à l'affirmation de la croyance dans la convergence positive. Leur positionnement consiste donc à mener un effort pour

---

<sup>371</sup> Voir définition des styles de gestion en début du chapitre V.

définir l'impact financier précis de la mise en place d'une gestion ISR. L'un des représentants de cette posture en vient à exprimer un certain scepticisme. Selon lui, l'effort de quantification de l'impact financier de la gestion ISR est important mais ne représente pas le cœur du problème. Seule la progression de la conviction des investisseurs institutionnels sur ce plan là pourrait amener à réellement constater la plus value financière des process de gestion ISR. Il rejoint alors l'idée de la performativité et de la prophétie auto-réalisatrice mais en déplorant le fait que ce mécanisme soit loin d'être enclenché. Tant que les acteurs de la Bourse, poussés par les acteurs institutionnels, ne prennent pas en compte l'information extra-financière, il est illusoire de penser selon lui que les cours de Bourse puissent donner une prime financière aux entreprises les plus respectueuses des critères extra-financiers.

« Bien sûr tous les gérants SR de la place pensent intuitivement que la démarche extra financière est vecteur de sur performance mais il faut être quand même très clair et c'est ce que je dis toujours aux institutionnels. Si vous n'enclenchez pas vous même le cercle vertueux, de toute manière il ne se passera strictement rien. Dans cette affaire, on ne peut pas faire comme Saint Thomas et dire j'attends de voir si ça sur performe pour investir dedans. Non, il faut investir dedans, y croire et cela sur performera à terme car cela rentrera dans les facteurs d'anticipation classiques des acteurs de la bourse et ce n'est qu'à partir de là que l'on pourra peut être constater que l'extra-financier est source d'une plus grande sur performance. » **Représentant SG 23**

En revanche, les représentants des sociétés de gestion, chez lesquels la conviction plus que l'expérimentation joue le premier rôle dans l'expression de la positivité de la convergence, paraissent ceux qui sont les moins enclins à croire en la possibilité empirique de mesurer quantitativement ce lien :

« Selon moi, tenter d'établir un lien direct entre la dimension socialement responsable et la performance financière est à la fois une erreur et en même temps une évidence. Avoir une stratégie développement durable pour une entreprise c'est réduire son risque et se poser des questions sur son management de certains points clés. Cet engagement devrait logiquement expliquer le succès à moyen-long terme de ces entreprises et par conséquent une certaine sur performance. Mais tout cela concrètement reste quand même très transversal et très diffus. Avec du recul on pourra peut être définir si le succès d'une entreprise a un lien avec sa stratégie développement durable mais la difficulté de la démonstration va aussi résider dans le caractère pas trop quantifiable des données extra financières. Une entreprise, ce n'est pas seulement du calcul financier, c'est aussi des valeurs à mettre en valeur » **Représentant SG 1**

« On peut penser intuitivement que si une entreprise dépense pas mal d'argent pour la formation de ses employés, l'entreprise ne s'en portera que mieux notamment cela pourra avoir un impact bénéfique sur la motivation des employés à moyen-long terme mais bon il est difficile de mettre ce type d'information en ratio. » **Représentant SG 16**

Cette réticence paraît profondément reliée à leurs propres pratiques de gestion ISR. Celles-ci, qui se rattachent souvent à une gestion qualitative, sont présentées comme le résultat d'une articulation très étroite des considérations financières et extra-financières qui ne permettrait pas de distinguer l'apport de chaque approche. Ces acteurs ne voient pas alors le

réel intérêt de mener en interne ce genre d'études sur la performance. Ils distillent alors parfois l'idée que tenter d'analyser la convergence entre développement durable et performance financière par le biais de la performance des fonds ISR est un projet voué à l'échec. Il est plus judicieux de travailler sur les indices ou sur les entreprises que sur les fonds ISR fortement dépendants des spécificités financières et extra-financières des process de gestion ISR mis en place par chaque équipe de gestion.

Le second type de discours observé consiste à adopter une position de prudence vis-à-vis du caractère positif de la convergence. Cette prudence repose alors essentiellement sur le constat qu'aucune des études produites actuellement ne permet d'adopter un discours conquérant sur la question :

« Certaines études démontrent que si une entreprise met en place une stratégie environnementale et sociale de qualité, ça devrait à terme dégager de la performance. Le problème, c'est qu'on n'a pas assez de recul, il faut du temps pour établir ce genre de lien de manière globale. Ponctuellement, on peut le prouver sur certaines entreprises par exemple comme X. C'est une entreprise qui était très en avance au niveau extra financier et qui fait de bonnes performances financières mais bon c'est un secteur très particulier. C'est dur d'en tirer des conclusions plus générales. » **Représentant SG 5**

L'obstacle principal évoqué dans ce type de discours est le manque de recul historique et le manque de maturité des pratiques ISR. Ce constat en entraîne alors très rapidement un autre. Il faut rester très prudent dans le discours officiel tenu aux investisseurs. Il est nécessaire alors par honnêteté vis-à-vis de la clientèle de se borner à affirmer que les process de gestion ISR n'ont pas d'impact négatif sur la performance :

« Personnellement je préfère quand même quand on est en réunion ne pas trop m'avancer sur ce point avec les clients. Je précise que cela ne fait pas moins bien mais de là affirmer que c'est source de sur performance. » **Représentant SG 13**

« Notre position sur cette question, c'est de ne pas dire qu'on a trouvé la Martingale qui va permettre de sur performer à tous les coups parce qu'on ne peut pas vraiment l'affirmer aujourd'hui. On essaie juste de prouver aux investisseurs que les performances sont identiques aux produits classiques avec en plus une philosophie plus responsable d'investissement. » **Représentant SG 5**

Ce discours de la prudence quand il s'agit du discours officiel tenu auprès des investisseurs peut être aussi tenu par des sociétés de gestion qui adoptent par ailleurs sur le plan général une position de conviction sur la positivité de la convergence :

« Pour nous à l'heure actuelle, il est surtout important de démontrer que l'ISR ne coûte pas la performance. » **Représentant SG 1**



« Sur ce point là c'est clair que nous ne sommes pas en train d'affirmer haut et fort que le gestion DD c'est sûr est source de sur performance , même si cela fait 20 ans que nous nous posons cette question. Pour le moment, nous essayons déjà à nous attacher à démontrer que cela ne fait pas moins mal. »  
*Représentant SG 16*

La plus grande prudence est donc de mise même chez ceux qui affichent les convictions les plus fortes et les plus positives sur la convergence. Cette position doit être peut-être finalement reliée à la conjoncture boursière qui prévaut depuis les années 1999, début de l'essor des produits socialement responsables, c'est-à-dire une conjoncture de morosité. Après les quelques années d'euphorie de la deuxième moitié des années 1990, les acteurs de la gestion d'actifs ont du faire face à une petite descente aux enfers auprès de leurs clientèles. Si l'optimisme a été de mise à une certaine période, l'époque actuelle semble se caractériser plus par l'adoption d'un profil bas, attitude qui a nécessairement rejailli sur leur façon d'aborder et de présenter la gestion ISR. Comme le rappelle un gérant dont la société de gestion commercialise des fonds ISR<sup>372</sup>, en 1999, de nombreuses sociétés de gestion se lancent dans l'ISR dans une conjoncture boursière euphorique en promettant d'offrir à la fois de bonnes performances financières et un sens supplémentaire à leurs clients. La bulle technologique explose peu après, en février 2000, le cours des actions chute et la plupart des fonds ISR avec, ceux-ci n'ayant, de plus, pas pu réellement profiter de l'euphorie haussière antérieure en raison de leur jeunesse :

« Fin 1999 tout le monde se lançait dans l'ISR avec un discours du type « non seulement vous aurez une bonne performance mais en plus vous allez donner du sens à votre placement ». Un tel discours permet certes d'attirer des clients mais imaginez la contre performance des portefeuilles quand la bulle technologique a explosé en février 2000... »

Peut-être encore plus fortement que chez les acteurs de la recherche extra-financière, qui n'ont vécu que par procuration la morosité de la conjoncture boursière, l'affirmation conquérante et agressive de la convergence positive entre démarche ISR et performance financière est loin d'être l'option qui semble aujourd'hui triompher chez les acteurs des sociétés de gestion du champ français de l'ISR. La mesure, la prudence voire parfois le scepticisme sur la possibilité de mettre à jour la plus value financière des process de gestion ISR est plutôt de rigueur.

---

<sup>372</sup> SRI in Progress, 2004, « Entretien Patrick Savadoux par Marion Cohen et Youssef Beschaouch », 14 mai 2004, <http://www.sri-in-progress.com>

Toutefois, tous s'accordent sur l'idée, comme les promoteurs de la matérialité dans la recherche extra-financière, que la démonstration de la plus value financière de ces approches est la condition sine qua non de la croissance voire de la survie de l'offre ISR. Même si la plupart estime qu'il est encore trop tôt pour se prononcer, l'affirmation est avancée qu'il faudra un jour rendre des comptes aux actionnaires sur cette dimension. Certains tentent dès lors de s'y mettre directement en interne en déconstruisant leur propre process de gestion en tentant de maîtriser l'impact financier de l'application des filtres extra-financiers<sup>373</sup>, voire pour certains en tentant de démontrer que l'ISR peut devenir un style de gestion<sup>374</sup>, vecteur de sur performance financière.

D'autres, au contraire, ne s'interrogent pas vraiment sur leurs propres pratiques en terme de construction de process de gestion ISR pour construire la démonstration scientifique de la positivité de la convergence. Visiblement plus passionnés par l'aspect extra-financier de l'approche, ils ne semblent pas croire à l'intérêt de démêler les fils entre les choix qui relèvent de considérations extra-financières et ceux qui n'en relèvent pas. Ils semblent alors compter sur d'autres acteurs et notamment les courtiers pour réaliser cette démonstration pour eux. Il est intéressant de constater comment cet enjeu de la convergence peut être à la fois présenté comme vital par l'ensemble des gérants interrogés et en même temps apparaître si peu enthousiasmant à embrasser pour un certain nombre d'entre eux.

Toutefois lorsque l'interrogation en vient à porter sur la performance financière des fonds ISR commercialisés par leur structure, ils évoquent le plus souvent des arguments financiers justifiant la sur ou la sous performance de l'ISR. Même ceux qui se positionnent sur la recherche de la démonstration scientifique du lien de convergence positive, ont des difficultés à être très précis dans leur discours sur une identification des choix extra-financiers, sources de sur performance.

Les aspects extra-financiers sont finalement le plus souvent évoqués par le biais de l'évocation des limites de la recherche extra-financière. Certains évoquent par exemple le fait que la recherche extra-financière sur les petites et moyennes entreprises n'est pas au point alors que sur les deux dernières années, l'investissement dans ces valeurs a été source de sur performance financière. La performance de leurs fonds souffrent donc de ce handicap. Une autre société de gestion souligne que la difficulté d'obtenir des certitudes sur le respect de

---

<sup>373</sup> Dexia AM, « L'alpha durable, le lien entre la responsabilité sociale et les performances financières », présentation du 17 mars 2005

<sup>374</sup> Brafman Lionel, De Bayser Xavier « L'ISR constitue-t-il un nouveau style de gestion ? », EPN, SRI Supplement

certaines critères extra-financiers dans certaines entreprises n'a pas permis à l'équipe de gestion de se positionner de manière rapide sur certaines opportunités de plus value financière.

D'autres vont plus loin en commençant à avancer l'idée que la vraie question n'est pas tant le résultat de la mesure de la performance financière que la pertinence même de l'outil de mesure de cette performance financière. Certains demandent ainsi à être jugés sur le moyen voire le long terme et non pas sur le court terme comme c'est traditionnellement le cas sur les marchés financiers. Ils s'interrogent aussi sur la pertinence d'être comparés à des indices financiers classiques en raison de la spécificité de la démarche ISR entreprise en regard des contraintes d'investissement inhérentes à la mise en place authentique d'une telle démarche. Le tiraillement entre l'obtention d'une performance financière de haute tenue et une réelle exigence extra-financière apparaît alors dans le discours de certains acteurs.

L'ISR ne compromet peut-être pas la performance financière mais avoir des hautes exigences extra-financières semblent singulièrement compliquer les voies d'accès à un degré de performance financière satisfaisant vis-à-vis des instruments déjà établis et légitime de quantification de la performance financière.

**La question de la performance financière constitue donc un sujet complexe où plusieurs niveaux d'argumentaire et de registre de discours se côtoient, se complètent voire se contredisent. Si la croyance dans la convergence positive existe, il semble difficile aujourd'hui d'affirmer qu'elle est suffisamment solide et partagée pour elle seule avoir un rôle de prophétie auto-réalisatrice. Pour se diffuser au plus grand nombre, il faudrait à cette croyance des bases scientifiques plus solides, dont la fondation pourrait prendre un temps non négligeable en raison des investissements humains et financiers qui devraient être entrepris en vue de coordonner une série de recherches à même de gagner la conviction des grands investisseurs institutionnels sur cette question. Les acteurs de la recherche scientifique et professionnelle pourraient donc avoir dans les prochaines années une responsabilité forte dans l'établissement de cette convergence positive et dans la capacité de cette démonstration d'influer sur le cours de la structuration des champs de l'ISR dans les différents pays concernés.**

La croyance dans la plus value financière des approches ISR, même si elle est une question clé, n'est pas la seule à constituer un enjeu chaud pour les acteurs du champ de l'ISR. En effet, une autre question se pose : celle de la différenciation extra-financière de ces fonds.

## **2) Le diagnostic sur la différenciation extra-financière des fonds : entre exigence de transparence et scepticisme**

Le champ général d'interrogation ici est celui de l'impact concret sur les entreprises de la mise en place d'une politique de gestion ISR par les sociétés de gestion pour le compte d'investisseurs institutionnels et particuliers. Sur notre terrain d'enquête, les politiques de gestion ISR se caractérisent essentiellement par la mise en place d'un filtre extra-financier censé influencer sur la composition finale des portefeuilles. Il s'agit alors de se demander en quoi les portefeuilles des fonds ISR diffèrent des portefeuilles traditionnels.

### **A) Du côté des études académiques**

Ces thèmes de la différenciation et de l'impact extra-financier concret des politiques de gestion ISR ne semble pas être un champ de recherche à part entière dans les milieux académiques qu'ils s'agissent des disciplines se rangeant sous la bannière de l'économie ou des sciences de la gestion. Etant donnée la relative jeunesse du champ de l'ISR notamment en Europe, il n'est pas étonnant de voir que peu de travaux ont été menés dans ce sens. Mener ce type de travaux à grande échelle est complexe en terme d'accès au terrain. Il faudrait à la fois avoir accès aux décisions extra-financières engendrées concrètement par le déploiement des process de gestion ISR en interne des sociétés de gestion et pouvoir suivre l'itinéraire de ces choix d'investissements extra-financiers jusqu'aux entreprises afin de mesurer la manière dont ces dernières pourraient être influencées par ces choix.

### **B) Du côté des médias et des recherches professionnelles**

Concernant la question des médias, il est important de souligner que cette question de la différenciation extra-financière n'est pas traitée de façon spontanée et approfondie par les titres de presse que nous avons évoqués sur la question de la performance financière. Ces

articles présentent les grandes modalités de fonctionnement des produits financiers ISR, s'interrogent sur la performance financière des fonds mais sont assez peu prolixes sur le type d'entreprises que l'on retrouve dans les compositions des portefeuilles des fonds ISR. Le seul à le faire dans la base de donnée observée est le journal « *Mieux Vivre votre argent* ». Il s'agit dans cet article de déplorer l'absence de petites et moyennes entreprises dans les portefeuilles ISR. Leur présence permettrait d'atteindre des meilleures performances financières et de vraiment différencier ce placement. Si la question de la différenciation est ici posée, elle ne porte pas intrinsèquement sur la dimension extra-financière.

En revanche, cette question est la seule qui intéresse véritablement les titres de la presse dite « altermondialiste » comme *le Monde Diplomatique* ou *Politis*. Elle intéresse aussi les médias télévisuels qui se distinguent par la volonté de faire du journalisme d'investigation comme l'émission *24 heures* diffusée sur la chaîne cryptée *Canal +*. Malgré des différentiels certains de positionnement idéologiques et professionnels, les articles et émissions que nous avons pu lire ou visionner sur cette question se caractérisent par un ton très critique et un scepticisme fort sur la capacité de ces fonds à se démarquer et donc à exercer un quelconque impact extra-financier. Nous aimerions ici revenir sur les grands axes argumentaires mis en avant par ces différents supports pour convaincre le lecteur ou le téléspectateur de l'hypocrisie de la démarche :

Le Monde Diplomatique et la grande illusion des placements éthiques<sup>375</sup> : Cet article paru en novembre 2002 a été le premier à se positionner sur un ton ouvertement hostile et critique vis à des acteurs de l'ISR et de leurs pratiques. Cette hostilité, comme nous avons tenté de le démontrer dans un précédent article<sup>376</sup>, est à relier à un postulat idéologique propre aux acteurs de l'altermondialisation. Les tenants de ce courant en France notamment par le biais de l'association ATTAC sont très méfiants vis-à-vis des marchés financiers. Ainsi comme l'explique le groupe « Economie Solidaire et démocratie économique » du conseil scientifique d'ATTAC<sup>377</sup>, à la différence de l'Epargne solidaire qui est légitime comme option offerte aux citoyens qui souhaitent contribuer aux financements de projets communautaires, d'utilité sociale ou de développement local, l'investissement socialement responsable qui consiste à

---

<sup>375</sup> Le Monde diplomatique, « La grande illusion des placements éthiques », 29/11/02

<sup>376</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2004, op.cit

<sup>377</sup> Coutrot, T. « Groupe Economie solidaire et démocratie économique » du conseil scientifique d'ATTAC, 2003, « Responsabilité sociale des entreprises ou contrôle démocratique des décisions économiques », *L'Economie politique*, numéro 18, p24.

orienter l'épargne des salariés de façon soi-disant sécurisée vers les actions d'entreprises jugées socialement correctes est une illusion dangereuse. Il serait illusoire de vouloir moraliser les marchés financiers par l'introduction de critères non financiers car même en cas de développement massif des fonds de pension en Europe dans ce sens ou d'une conversion peu vraisemblable des riches épargnants individuels, cette forme d'investissement qui se présente comme plus vertueux n'atteindra jamais la taille critique suffisante pour peser face aux fonds spéculatifs ordinaires. L'illusion serait d'autant plus dangereuse qu'elle contribuerait en toute bonne conscience à alimenter l'afflux des ressources vers les marchés financiers et renforcerait la logique financière dans les comportements individuels et collectifs.

Ayant planté la toile de fond théorique dans laquelle s'insère cet article, il est intéressant de s'intéresser au fil argumentaire déployé pour mettre en doute l'intérêt de l'ISR. La journaliste part, pour déployer son argumentation, de l'exemple d'un fonds doté d'un comité éthique composé de personnalités religieuses. Elle pose alors une première question. Qui sont les membres de ce comité éthique ? Elle remet ici en cause la transparence du fonctionnement de ce comité éthique car elle affirme que la société de gestion en question a refusé de lui donner la liste précise des membres de ce comité. Elle confronte, dans la suite de l'article, la liste des valeurs composant le portefeuille à une date donnée à la politique officielle ISR affichée par la société de gestion sur ce fonds. Le critère du respect des salariés est principalement mis en avant afin de démontrer que les entreprises faisant partie de ce portefeuille sont plutôt des mauvais élèves dans ce domaine. La parole des syndicalistes ainsi que des représentants juridiques de certains salariés est aussi convoquée, pour souligner le manque d'adéquation entre les principes officiels affichés par les fonds ISR et les véritables pratiques sociales des entreprises. La responsabilité de l'agence ARESE devenue Vigeo, à qui il est reproché, exemples concrets à l'appui, de ne pas s'intéresser à la parole des syndicalistes et d'être aux mains des multinationales qui font partie de son actionnariat, est pointée du doigt. La même journaliste produit en mars 2003 pour le magazine *Que Choisir* un article<sup>378</sup> qui, sous des apparences plus neutres, reprend le même fil argumentaire : confronter la liste des principales entreprises en portefeuille avec les erreurs de ces entreprises en terme de gestion des salariés.

---

<sup>378</sup> *Que choisir*, « Vous avez dit éthique ? », 01/04/2003

Politis et l'Argent double de l'ISR : Dans un dossier aux noms d'articles très évocateurs<sup>379</sup>, trois journalistes font le point sur la Finance Solidaire et l'ISR. Comme chez *le Monde diplomatique*, la Finance solidaire est présentée comme un domaine valant la peine d'être investi car elle crée du lien social alors que l'ISR participe à la financiarisation de l'économie en permettant au capitalisme patrimonial de se refaire une santé. Le journal prévient alors ses lecteurs qu'il faut être vigilant car certains fonds tout en ayant une dimension solidaire sont aussi des fonds ISR. Les fonds ISR se voient reprochés en vrac : l'absence de critères d'exclusion, la difficulté d'évaluer l'impact social et environnemental de leur action, le flou du périmètre de recherche de l'analyse extra-financière. Les pratiques sociales douteuses des multinationales qui font le plus souvent partie des portefeuilles ISR sont aussi mis sur la sellette : Total et la Birmanie, France Télécom et les contrats d'emplois précaires, Axa et ses pratiques managériales douteuses. La critique se retourne alors sur les agences d'analyse et de notation dont le travail n'est pas jugé crédible. Il est ici à nouveau reproché à Vigeo de ne pas s'intéresser à la parole des syndicats et l'ambiguïté de la composition de son actionnariat où figurent les multinationales que l'agence est censée évaluer. Le journal juge alors urgent que les acteurs du militantisme (ceux-ci ne sont pas définis plus précisément) s'emparent de ces questions car les acteurs du champ de l'ISR et notamment les agences sont totalement dépendantes du marché dont la préoccupation est plus la rentabilité financière que les transformations en profondeur de l'économie.

24 Heures, l'émission de journalisme d'investigation de la chaîne Canal + et le reportage « Des fonds éthiques pas vraiment éthiques » : Ce reportage d'une vingtaine de minutes est passé à l'antenne en février 2005. Nous en délivrons ici les grandes lignes du scénario du reportage. Celles-ci permettent de mettre en avant les grands principes argumentaires employés :

---

<sup>379</sup> *Politis*, « L'éthique touche le fond » 1<sup>er</sup> décembre 2004, par Aline Chambras  
*Politis*, « Argent double » 1<sup>er</sup> décembre 2004, par Dante Sanjurjo  
*Politis*, « Fausse note » 1<sup>er</sup> décembre 2004, par Phillipe Chibani-Jacquot

### Dialogue avec le conseiller clientèle

- Un journaliste en caméra cachée se rend dans une agence bancaire et demande à son conseiller clientèle de lui présenter l'offre de fonds éthiques commercialisée.
- Le conseiller clientèle avoue ne pas connaître le produit éthique de sa propre banque et passe un coup de téléphone pour se renseigner sur l'existence de ce type de produit.
- Finalement, il trouve le produit et lit la plaquette de présentation du produit avec le client-journaliste.
- Le client-journaliste s'intéresse alors à la composition du portefeuille dont les 10 premières lignes sont données. Il découvre alors que la société Total fait partie de cette liste. Il fait part de son étonnement face à cette présence qui lui apparaît peu éthique.

### Rappel sur les agissements de Total en Birmanie :

- L'action quitte momentanément le bureau du conseiller clientèle pour la Birmanie. Les images, qui sont données à voir au téléspectateur, sont celles d'un reportage réalisé un an auparavant sur Total en Birmanie par le même journaliste. Les images et le commentaire de la voix off laisse planer le doute sur les atteintes aux droits de l'homme perpétrées par Total en Birmanie. Le journaliste rappelle alors que la plupart des grandes entreprises multinationales ont renoncé sous la pression de la société civile à travailler dans ce pays.

### Retour dans le bureau du conseiller clientèle

- Face à l'indignation de son client, le conseiller clientèle ne sait quoi répondre. Il le renvoie alors à la source d'information extra-financière citée dans le prospectus de présentation. Celle-ci s'avère être Vigéo.

### L'enquête sur Vigéo

- Nous voyons le journaliste se rendre sur Internet pour obtenir des renseignements sur Vigéo. Le journaliste met alors en avant le fait que Nicole Notat, ancienne secrétaire général de la CFDT, dirige l'agence et que la plupart des grandes entreprises du CAC 40 font partie de l'actionnariat de Vigéo. Cette alliance présentée a priori comme douteuse est illustrée graphiquement par une incrustation du visage de Nicole Notat sur le portrait de quelques grandes figures du patronat français. Une musique angoissante accompagne ce moment.



- Nous voyons le journaliste dans le bureau de Nicole Notat. Nicole Notat tente d'expliquer les grandes orientations de la méthodologie de Vigeo, une méthodologie qui selon ses mots, « n'exclut pas et laisse le libre choix aux gérants d'utiliser à leur guise leur évaluation ». Le journaliste reste fixé sur sa question de départ: Il veut comprendre comment avec de tels problèmes en Birmanie, Total n'est pas sorti des fonds éthiques. L'entretien tourne court quand Nicole Notat déclare : « Si vous voulez parler de Total, je ne suis pas votre femme, je pense que l'entretien est terminé »
- Le journaliste en voix off suggère que devant ce mutisme on peut supposer que des liens pas très catholiques lient les entreprises du CAC 40 avec Vigeo. Il souligne alors que la présence de marchands d'armes comme EADS ou Alcatel dans le capital et aussi dans le portefeuille des fonds éthiques jette une suspicion supplémentaire sur ce type de fonds.

#### La FIDH et Ethibel

- Le journaliste se rend alors à la FIDH (Fédération Internationale des droits de l'homme). L'association a, elle-même, mis en place un fonds ISR appelé *Liberté et Solidarité* en partenariat avec la Poste. Le fonds est centré sur le respect des droits de l'homme. Il demande son sentiment à une responsable de la FIDH sur la présence de Total dans les fonds éthiques. La responsable regrette alors cet état de fait et rappelle que le portefeuille du fonds Liberté et Solidarité lui ne contient pas d'actions de la société Total.
- Le journaliste s'intéresse alors à l'agence d'analyse et de notation extra-financières utilisée sur le fonds *Liberté et Solidarité* qui s'avère être Ethibel. Il appelle alors cette agence, présentée par la voix off comme une agence beaucoup plus indépendante, car elle exclut Total de son panel. On entend alors la voix du PDG d'Ethibel qui explique que Total les appelle très souvent pour les convaincre d'entrer dans leur univers d'investissement mais qu'ils ne cèdent pas en raison de la question des droits de l'homme.

#### Conclusion : conversation dans le bureau de la rédaction de Canal +

- Le journaliste fait le point sur son reportage avec le rédacteur en chef. Celui-ci lui demande s'il est possible en France d'investir dans un fonds éthique.
- Le journaliste répond que selon lui c'est quasiment impossible car dans tous les fonds qu'il a pu trouver, on trouve des actions de la société Total ou encore des actions d'entreprises impliquées dans l'armement. A ses yeux, le seul vrai fonds éthique en France c'est le fonds de la Poste qui a été créé en étroite collaboration avec la FIDH. Le téléspectateur soucieux d'investir dans un fonds éthique peut aller vers ce fonds mais pour le reste de l'offre, ce n'est pas la peine.

Qu'il s'agisse des articles critiques trouvés dans la presse écrite ou du reportage télévisuel de Canal+, les ressorts de l'argumentation pour remettre en question l'ISR, quelque soit le positionnement idéologique et professionnel des journalistes portant la critique, se portent sur deux points principaux : l'étonnement et la suspicion face aux actions des entreprises dont les titres sont contenues dans les portefeuilles des fonds ISR et la remise en question du sérieux du travail des agences d'analyse et de notation extra-financières.

Il est intéressant ici de constater que tous ces articles passent sous silence le rôle des sociétés de gestion qui ont pourtant un rôle majeur dans la construction du process de gestion socialement responsable et sur son résultat final : la composition du portefeuille. La volonté de vulgarisation mais peut-être aussi une connaissance sommaire du champ de la gestion financière semble pouvoir expliquer cet état de fait. Que les acteurs des sociétés de gestion soient ou non mis sur la sellette, le résultat reste cependant le même : l'ISR est présenté comme une démarche en général vaine et hypocrite dont l'impact bénéfique sur le social et l'environnemental est quasi-nul.

Ces critiques restent cependant assez rares en rapport à la multitude d'articles plutôt favorables à l'ISR circulant dans la presse écrite et électronique. Articles et reportages critiques et articles ou reportages bienveillants ne ciblent pas forcément les mêmes clientèles de lecteurs et de téléspectateurs. L'ISR, à la différence de la Finance Solidaire et du commerce équitable, n'arrive toutefois pas vraiment à convaincre de l'authenticité de sa démarche les relais de la presse militante et engagée et peine à être interprété comme un dispositif de justice<sup>380</sup> à même d'obliger la critique à réviser son hostilité.

La question de la différenciation et de l'impact extra-financier des process de gestion ISR est aussi une question qui intéresse de façon centrale de nombreux observateurs professionnels de l'ISR. En France, Novethic, plutôt discret sur la question de la performance financière des fonds, tente, depuis sa création, de donner des éléments de connaissance sur cette question. Deux études ont été menées dans ce sens, l'une en 2004<sup>381</sup> de façon indépendante et l'une en 2005<sup>382</sup> en partenariat avec l'agence d'analyse et de notation extra-financières Vigeo et avec Morningstar, site d'information et de notation de la performance

---

<sup>380</sup> Boltanski, L., Chiappello, E., 1996, *Le Nouvel Esprit du Capitalisme*, Editions Gallimard, Paris.

<sup>381</sup> Novethic, 2004, « Spécial ISR Français, Qu'est-ce que l'ISR à la française ? », *La lettre de l'Economie responsable*, juillet 2004, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr).

<sup>382</sup> Novethic, 2005, « Ratings Planets, le nouvel outil d'évaluation de la responsabilité sociale des portefeuilles », mars 2005, <http://www.novethic.fr/>

financière des produits financiers. Aux Etats-Unis, une étude récente<sup>383</sup> a été menée sur la question de l'impact extra-financier des process de gestion ISR par une association d'activistes environnementalistes, le Natural Capital Institute<sup>384</sup>. En croisant les orientations et les résultats des différentes études, nous présenterons ici les principaux constats à tirer de ces recherches d'observateurs professionnels.

#### Le périmètre d'investigation :

L'étude 2004 de Novethic porte sur 37 fonds de droit français<sup>385</sup> investis en actions et identifiés par Novethic comme ayant mis en place un process de gestion ISR (pratique du filtrage positif et négatif). L'étude 2005 réalisé en partenariat avec Vigeo et Morningstar porte, sur sa partie ISR, sur une base de 48 fonds actions et diversifiés commercialisés en France avec l'étiquette ISR et pratiquant le filtrage positif et négatif.

Le périmètre de l'étude américaine est beaucoup plus large. Il s'agit de s'intéresser à l'ensemble des fonds qui dans le monde sont vendus par les sociétés de gestion comme des produits ISR. Une liste de départ de plus de 600 fonds a été constituée. L'information nécessaire à la réalisation de l'étude n'a été obtenue que pour 400 fonds majoritairement issus du marché européen et du marché nord-américain.

#### L'information recherchée :

Dans les trois études, le matériel de départ à obtenir est la composition la plus complète possible des portefeuilles ISR à une date donnée. Comme nous l'avons souligné plus haut, cette information n'est pas impossible à obtenir, mais nécessite une part d'investigation plus forte que celle qui consiste à rassembler les performances financières des produits financiers. En effet, dans certains pays, dont fait partie la France, la composition

---

<sup>383</sup> Natural Capital Institute, 2004, *Comment l'industrie de l'ISR n'a pas réussi à répondre au souhait des gens d'investir avec leur conscience et que faire pour faire changer cette situation*, octobre 2004, <http://www.responsibleinvesting.org/database/WEBINF/php/reportMain.php?tab=home>

<sup>384</sup> Le Natural Capital Institute crée au début des années 2000 est une organisation d'une dizaine de personnes basée en Californie. Fondée et dirigée par Paul Hawken, elle se définit comme un centre de recherche visant à découvrir et analyser les principes et les pratiques créatrices d'une plus grande équité sociale et de protection de l'environnement. Paul Hawken est présenté comme un grand spécialiste de l'environnement aux Etats-Unis. Journaliste, écrivain, entrepreneur (agriculture durable), son dernier ouvrage « *Natural Capitalism: Creating the Next Industrial Revolution* » a été traduit en quinze langues et paraît avoir connu un grand succès médiatique. Un des premiers projets du Natural Capital Institute a été de créer une base de données sur la composition des fonds ISR dans le monde.

<http://www.paulhawken.com/>

<http://www.naturalcapital.org/intro.html>

<sup>385</sup> Il s'agit d'un total de 37 fonds dont les encours correspondent à 98% des encours totaux des fonds ISR de droits français comptabilisés par le dispositif de calcul mis en place par Novethic.

totale du portefeuille n'est pas publiquement communiquée. Il est donc nécessaire de contacter toutes les sociétés de gestion commercialisant des produits financiers ISR pour les obtenir au cas par cas.

Pour la première étude Novethic, cet exercice artisanal a été mené. Dans l'étude 2005, le partenariat avec Morningstar, qui a besoin de cette information pour d'autres activités d'évaluation et de notation financières a permis de déléguer cette recherche d'information. L'étude américaine a aussi procédé à ce travail de collecte d'informations mais sur une base beaucoup plus large. Les auteurs soulignent d'ailleurs que selon les pays, il est plus ou moins aisé de se procurer cette information. Alors qu'aux Etats-Unis et au Canada, l'exercice se révèle très facile notamment en raison de réglementations sur les conditions de comptes-rendus publics de l'information financière, en Europe la situation est très contrastée. Alors qu'en Autriche, Danemark, Irlande, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Suisse et Espagne, il leur a été facile de récupérer les compositions des portefeuilles ISR, cela s'est avéré plus laborieux en Allemagne, Belgique et Italie. Quant à la France et au Royaume-Uni, les auteurs soulignent la réticence des sociétés de gestion à leur livrer les compositions totales des portefeuilles. Pour ces deux zones qui sont majeures sur l'offre ISR européenne, l'information collectée est parcellaire.

#### Le traitement de l'information :

La question de départ des trois études est commune. Il s'agit de déterminer en quoi la mise en place de process de gestion ISR se caractérisant par la mise en place de filtres extra-financiers différencie les portefeuilles ISR des portefeuilles traditionnels. Si la question est commune, le traitement de l'information est loin d'être similaire.

L'étude 2004 de Novethic consiste essentiellement à déterminer le poids des entreprises du CAC 40 et de l'Eurostoxx 50, indices boursiers représentant les plus grandes capitalisations boursières françaises et européennes, dans les fonds ISR. Le degré de responsabilité sociale de ces entreprises est dès lors étudié à travers la présence de ces entreprises dans les indices ISR. L'étude donne aussi des éléments d'information sur les entreprises que l'on retrouve le plus souvent dans les fonds ISR. Elle produit aussi des résultats sur les différences de pondération entre les valeurs des entreprises au sein des indices traditionnels et dans les fonds ISR.

**Présence des valeurs du CAC 40  
et de l'Eurostoxx 50 dans les fonds ISR**

|           | CAC 40             |           |             | Eurostoxx 50       |           |             |
|-----------|--------------------|-----------|-------------|--------------------|-----------|-------------|
|           | Valeur             | % Fds ISR | Indices ISR | Valeur             | % Fds ISR | Indices ISR |
| Top 10    | Danone             | 97%       | 4           | Danone             | 97%       | 4           |
|           | Carrefour          | 92%       | 3           | Carrefour          | 91%       | 3           |
|           | L'Oréal            | 92%       | 3           | Deutsche Telekom   | 91%       | 5           |
|           | BNP                | 89%       | 4           | L'Oréal            | 88%       | 3           |
|           | Société Générale   | 86%       | 4           | BNP                | 88%       | 4           |
|           | Aventis            | 84%       | 4           | Nokia              | 88%       | 5           |
|           | STMicroelectronics | 84%       | 5           | Royal Dutch Shell  | 88%       | 4           |
|           | AXA                | 78%       | 2           | Société Générale   | 88%       | 4           |
|           | Schneider          | 78%       | 3           | Aventis            | 85%       | 4           |
|           | Lafarge            | 78%       | 5           | Siemens            | 85%       | 3           |
| Bottom 10 | Veolia             | 32%       | 4           | Volkswagen         | 32%       | 5           |
|           | Michelin           | 30%       | 2           | Alcatel            | 26%       | 1           |
|           | Thales             | 27%       | 1           | BBVA               | 26%       | 3           |
|           | Alcatel            | 24%       | 1           | Endesa             | 26%       | 2           |
|           | Cap Gemini         | 24%       | 2           | Repsol             | 26%       | 2           |
|           | PPR                | 24%       | 1           | Aegon              | 24%       | 3           |
|           | Crédit Agricole    | 22%       | 0           | Enel               | 24%       | 1           |
|           | EADS               | 19%       | 1           | Assicuraz Generali | 21%       | 1           |
|           | Lagardère          | 14%       | 0           | E. on AG           | 21%       | 0           |
|           | Casino             | 11%       | 1           | San Paolo          | 21%       | 0           |

**Présence dans les fonds :  
comparaison France/Europe**

| Classe-<br>ment | Fonds<br>français  | Fonds<br>européens    |
|-----------------|--------------------|-----------------------|
| 1               | Danone             | Vodafone              |
| 2               | L'Oréal            | Pfizer                |
| 3               | Carrefour          | Johnson&Johnson       |
| 4               | BNP                | Citigroup             |
| 5               | Société Générale   | Glaxosmithkline       |
| 6               | STMicroelectronics | Microsoft             |
| 7               | Aventis            | Royal Dutch Shell     |
| 8               | Deutsche Telekom   | Astrazenaca           |
| 9               | Royal Dutch Shell  | BP                    |
| 10              | Nokia              | Nokia                 |
| 11              | Siemens            | Bank of America       |
| 12              | AXA                | Hennes & Mauritz      |
| 13              | ING                | HSBC Holding          |
| 14              | Lafarge            | RBoS                  |
| 15              | LVMH               | Ericsson              |
| 16              | Deutsche bank      | Cisco Systems         |
| 17              | BASF               | Svenska Handelsbanken |
| 18              | Suez               | TeliaSonera           |
| 19              | Allianz            | Intel                 |
| 20              | Renault            | Tesco                 |

*Le tableau compare les 20 valeurs les plus présentes dans les fonds ISR français aux 20 valeurs les plus présentes dans les fonds ISR européens<sup>(1)</sup>. Les entreprises en gras sont françaises.*















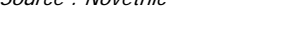
### Classement des entreprises par sur-pondération

|           | CAC 40          |                      |             | Eurostoxx 50        |                      |             |
|-----------|-----------------|----------------------|-------------|---------------------|----------------------|-------------|
|           | Valeur          | sur/sous-pondération | Indices ISR | Valeur              | sur/sous-pondération | Indices ISR |
| Top 10    | Danone          | 2,56%                | 4           | Danone              | 1,82%                | 4           |
|           | L'Oréal         | 2,31%                | 3           | SG                  | 1,56%                | 4           |
|           | Schneider       | 1,94%                | 3           | Royal Dutch Shell   | 1,53%                | 4           |
|           | TF1             | 1,55%                | 4           | L'Oréal             | 1,45%                | 3           |
|           | SG              | 1,46%                | 4           | AXA                 | 1,16%                | 2           |
|           | AXA             | 1,28%                | 2           | BNP                 | 1,03%                | 4           |
|           | Thomson         | 1,25%                | 2           | ING                 | 1,02%                | 5           |
|           | Lafarge         | 1,19%                | 5           | Lafarge             | 1,01%                | 5           |
|           | Air Liquide     | 0,77%                | 1           | Aventis             | 0,96%                | 4           |
|           | Carrefour       | 0,77%                | 3           | Carrefour           | 0,86%                | 3           |
| Bottom 10 | VU              | -0,44%               | 1           | Repsol              | -0,66%               | 2           |
|           | Casino          | -0,46%               | 1           | Banco Santander     | -0,70%               | 4           |
|           | St Gobain       | -0,50%               | 3           | Unicredito Italiano | -0,72%               | 3           |
|           | Peugeot         | -0,56%               | 1           | Fortis              | -0,72%               | 4           |
|           | Bouygues        | -0,60%               | 1           | Aegon               | -0,76%               | 3           |
|           | Michelin        | -0,67%               | 2           | Daimler             | -1,09%               | 1           |
|           | Lagardère       | -0,97%               | 0           | Assicuraz Generali  | -1,24%               | 1           |
|           | Crédit Agricole | -1,59%               | 0           | BBVA                | -1,62%               | 3           |
|           | Alcatel         | -1,62%               | 1           | E. on AG            | -1,86%               | 0           |
|           | Total Fina      | -11,53%              | 1           | Total Fina          | -4,02%               | 1           |

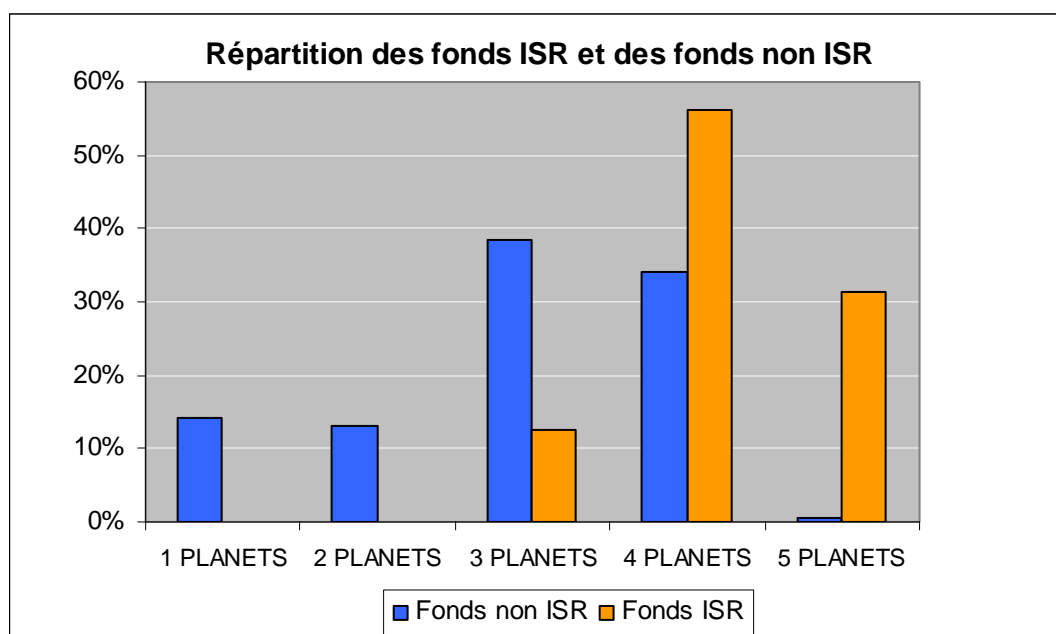
Le tableau présente le classement des entreprises du CAC 40 et de l'Eurostoxx 50 selon la différence entre leur pondération au sein des fonds ISR(1) et celle au sein des indices de référence.

La deuxième étude, réalisée par Novethic en 2005, repose sur une base différente de traitement des résultats. Dans la première étude, la différenciation extra-financière des portefeuilles ISR était interprétée à travers la présence des entreprises dans les indices ISR et de quelques éléments d'analyse glanés chez les agences d'analyse et de notation extra-financières. Dans la seconde, le partenariat avec Vigeo permet de mesurer systématiquement ce degré de différenciation par rapport à la méthodologie d'évaluation et aux notations données par cette structure. Le détail de la composition de chaque portefeuille, c'est-à-dire le nom des entreprises, n'est pas donné. Le résultat consiste en une notation des fonds ISR selon leur degré de responsabilité sociale, celle-ci étant mesurée selon les critères de Vigeo sur une échelle de 1 à 5 « Planets<sup>386</sup> ». Les notations des fonds ISR sont comparées aux notations de fonds traditionnels faisant partie des mêmes classifications financières. Des éléments d'analyse sont aussi communiqués sur le degré de responsabilité sociale des indices traditionnels et socialement responsables.

<sup>386</sup> Planet est la nomenclature choisie par les trois partenaires pour désigner la notation du degré de responsabilité sociale des entreprises dont les titres sont détenus dans les fonds ISR et non ISR évalués.

| Nom du fonds                                         | Société de gestion                  | RATING PLANETS®                                                                       |
|------------------------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| ABN AMRO Socially Responsible Equity Fund A Acc      | ABN AMRO Luxembourg Investment      |    |
| Dexia Sustainable Accent Earth Acc                   | Dexia Asset Management Belgium S.A. |    |
| DWS Invest Sustainability Leaders FC Acc             | DWS Investment S.A.                 |    |
| Europe Ethique Expansion Acc                         | Inter Investissements               |    |
| Federal Actions Ethiques A/I                         | Federal Gestion                     |    |
| Federal Maître Dynamique Ethique                     | FEDERAL GESTION                     |    |
| Federal Maître Tonique Ethique                       | FEDERAL GESTION                     |    |
| Federal Maître Equilibre Ethique                     | FEDERAL GESTION                     |    |
| Federal Maître Prudent Ethique                       | FEDERAL GESTION                     |    |
| Fortis L Fund Equity Socially Responsible Europe Acc | Fortis Investments                  |    |
| Fructi Développement Durable Actions A/I             | Natexis Asset Management            |   |
| MAM Actions Environnement Acc                        | Meeschaert Asset Management         |  |
| Regard Actions Développement Durable Acc             | Pro BTP Finance                     |  |
| UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance (CHF) Acc    | UBS Global Asset Management         |  |
| WestAM Euro Actions SRI Acc                          | Orsay Gestion                       |  |

Source : Novethic



Source : Novethic



Le traitement de l'information réalisé par le Natural Capital Institute est, au contraire de la seconde étude Novethic, centré sur la question du dévoilement des noms des entreprises composant les portefeuilles ISR. La production de ce rapport se double de la constitution d'une base de donnée Internet permettant à tout internaute de pouvoir connaître la composition totale du portefeuille d'un fonds ISR à un instant T :

Dans le rapport, le traitement de l'information consiste à comparer les grandes multinationales que l'on retrouve le plus fréquemment dans les portefeuilles ISR et les portefeuilles non ISR. Les auteurs empruntent même à la mécanique de la devinette et de la subversion activiste en demandant au lecteur de déterminer laquelle des deux listes suivantes correspond au 30 valeurs que l'on retrouve le plus souvent dans les fonds ISR se targuant de mettre en place un process de gestion ISR<sup>387</sup>. Leur propos est de démontrer ici qu'il n'y a guère de différence :

| LIST "A"                              | LIST "B"                              |
|---------------------------------------|---------------------------------------|
| Microsoft Corp.                       | Microsoft Corp.                       |
| Pfizer Inc.                           | Pfizer Inc.                           |
| Johnson & Johnson                     | Johnson & Johnson                     |
| Citigroup Inc.                        | Citigroup Inc.                        |
| Intel Corporation                     | Intel Corporation                     |
| Exxon Mobil                           | Exxon Mobil                           |
| General Electric Company              | General Electric Company              |
| American International Group, Inc.    | American International Group, Inc.    |
| Bank of America Corporation           | E.I. Du Pont de Nemours & Co.         |
| Delphi Corporation                    | Caterpillar                           |
| Medtronic, Inc.                       | Honeywell Int.                        |
| Amgen, Inc.                           | Boeing                                |
| International Business Machines Corp. | International Business Machines Corp. |
| Fannie Mae                            | Walt Disney Co.                       |
| Home Depot, Inc. (The)                | Home Depot, Inc. (The)                |
| Procter & Gamble Company              | Procter & Gamble Company              |
| Verizon Communications                | Verizon Communications                |
| Comcast Corporation                   | United Technologies                   |
| PepsiCo, Inc.                         | McDonald's                            |
| Wells Fargo & Company                 | Merck & Co.                           |
| 3M Company                            | 3M Company                            |
| J.P. Morgan Chase & Co.               | J.P. Morgan Chase & Co.               |
| SBC Communications, Inc.              | SBC Communications, Inc.              |
| American Express Company              | American Express Company              |
| The Rouse Company                     | Altria Group Inc.                     |
| Target Corporation                    | General Motors                        |
| The Coca-Cola Company                 | The Coca-Cola Company                 |
| Wal-Mart Stores, Inc.                 | Wal-Mart Stores, Inc.                 |
| Hewlett-Packard Company               | Hewlett-Packard Company               |
| Cisco                                 | Alcoa                                 |

<sup>387</sup> La liste A est composée des noms des grandes multinationales américaines que l'on retrouve dans les portefeuilles ISR selon le rapport du Natural Capital Institute. La liste B est constituée des 30 plus grandes multinationales américaines faisant partie de l'indice boursier Dow Jones Industrial Average.



Dans un autre tableau, les auteurs recensent les grands principes fondateurs de l'ISR américain et offrent systématiquement un contre-exemple d'une multinationale faisant partie des portefeuilles ISR étudiés et bafouant ostensiblement ce même principe pour les auteurs :

**Table 2 Principles vs. Holdings**

|                                             |                                                                                                                                                                                                             |
|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Environmental Stewardship</b>            | Fluor Corporation (builds refineries, oil and gas production, and chemical plants for other companies)                                                                                                      |
| <b>Green, not Greed</b>                     | Microsoft Corporation (synonymous with only one of these words)                                                                                                                                             |
| <b>No Weapons</b>                           | Intersil (produces radiation hardened circuits for the military)                                                                                                                                            |
| <b>Treat Toxic Wastes</b>                   | UGI Corporation (natural gas and coal-fired electrical generation)                                                                                                                                          |
| <b>Reduce, Reuse, Recycle</b>               | Pepsi Bottling Group (negligible recycled content in plastic containers)                                                                                                                                    |
| <b>Prevent Pollution</b>                    | General Motors (How do you spell Hummer?)                                                                                                                                                                   |
| <b>Clean Air, Clean Water, Clean Energy</b> | DPL, Inc. (coal-fired power plants in Ohio)                                                                                                                                                                 |
| <b>Equal Opportunity</b>                    | Apogent, Comcast, Nokia and many other holdings (each has only one woman on the board)                                                                                                                      |
| <b>Diverse Independent Boards</b>           | Chesapeake Energy Corp (natural gas producer w/only white men on the board, only one women in senior management). Tidewater, Inc. (services for offshore oil and gas; all officers and board are white men) |
| <b>Conserve Earth's Resources</b>           | Baker Hughes (oilfield services, like Halliburton)                                                                                                                                                          |
| <b>Restore Ecosystems</b>                   | Com Products Int. (produces high fructose syrup for soft drinks)                                                                                                                                            |
| <b>Encourage Alternative Energy</b>         | Apache Corporation (oil and gas exploration and development)                                                                                                                                                |
| <b>Equal Pay for Equal Work</b>             | Bed, Bath and Beyond (many products made in China)                                                                                                                                                          |

#### Le discours développé autour des résultats :

Comme le démontre l'exemple précédent, les choix faits au niveau du traitement de l'information, participent déjà de l'orientation générale donnée à ces différentes études. Novethic qui se définit à la fois comme un observateur neutre du marché de l'ISR et un promoteur de ce mouvement, offre un discours en demi teinte sur la question de la différenciation des portefeuilles ISR sur le plan extra-financier. Le Natural Capital Institute est beaucoup plus polémique et tranché sur ses positions.

A la question posée au départ par Novethic de savoir s'il y a une réelle prise en compte des évaluations extra-financières des entreprises dans les portefeuilles ISR, l'étude de 2004 répond à l'affirmative mais en émettant quelques bémols. Il est possible d'affirmer que plus

une entreprise est jugée comme responsable, plus elle a de chance d'être présente dans les fonds ISR. Toutefois, une entreprise jugée comme peu responsable a des chances non nulles d'être présente dans un fonds ISR. En effet, certains gérants d'actifs n'excluent pas les valeurs mal notées mais procèdent à une pondération de leur poids final dans le portefeuille. Si le discours sur la différenciation réelle des fonds ISR pratiquant le filtrage est fait de nuance, le propos de l'étude est beaucoup plus tranchant en ce qui concerne l'impact extra-financier de ce type de démarche. L'impact de l'ISR français sur le comportement des entreprises est identifié comme limité notamment en raison de l'absence de la pratique de l'engagement actionnarial<sup>388</sup> en complément de la pratique du filtrage.

Dans la deuxième étude 2005, le message principal véhiculé est que les fonds ISR ont, comparativement aux fonds non ISR faisant partie de l'échantillon de l'étude, des meilleures notations de leur degré de responsabilité sociale. L'étude démontre toutefois qu'il existe des biais dans l'obtention d'une bonne notation sur le plan socialement responsable selon la taille et la zone géographique dans laquelle est investi le fonds. Ainsi, un fonds ISR investi sur les grandes capitalisations françaises et britanniques a une probabilité beaucoup plus forte d'obtenir la même notation qu'un fonds non ISR. En revanche, un fonds ISR investi sur les petites et moyennes capitalisations de l'Europe du Sud aurait beaucoup plus de mal, compte tenu de l'état de la recherche extra-financière, à atteindre le degré maximum de notation. L'étude ne comporte pas d'éléments sur l'impact extra-financier du déploiement du filtrage sur le comportement des entreprises.

Le ton de l'étude du Natural Capital Institute tranche fortement avec celui de Novethic. Les auteurs expriment de manière directe leur indignation morale face aux entreprises qui sont présentes dans les fonds ISR étudiés. Pour eux, il ne peut y avoir aucune justification à la présence d'entreprises comme *Coca-Cola* ou encore *Mac Donald's* dont l'existence même nuit à la bonne marche de la vie de la planète. Peu leur importe de savoir que *Mac Donald's* ait une excellente politique environnementale compte tenu du fait global que le cœur d'activité de cette entreprise met en danger la santé des petits américains.

La différence fondamentale entre les travaux de Novethic et ceux du Natural Capital Institute se cristallise sur le choix d'exprimer ou non un jugement direct sur le comportement des entreprises. Novethic se l'interdit formellement et s'appuie, pour obtenir ce jugement nécessaire à la mise en place d'une analyse sur la différenciation extra-financière des fonds

---

<sup>388</sup> Voir glossaire et chapitre VI.

ISR, sur les professionnels du jugement extra-financier sur les entreprises, c'est-à-dire les agences d'analyse et de notation extra-financières. Or, comme celles-ci sont en général assez timorées sur la divulgation d'informations concrètes et surtout négatives sur le comportement des entreprises, il est quasi impossible d'entrer dans une analyse approfondie et comparative sur les raisons de la présence d'une entreprise donnée dans les portefeuilles.

A contrario, le rapport du Natural Capital Institute regorge, comme les articles critiques de presse, étudiés plus haut, d'anecdotes indignées et railleuses sur les comportements de certaines des entreprises faisant partie des fonds ISR. Par exemple, en page 17 du rapport, on trouve une attaque en règle de la société *Microsoft*, qui fait, d'après les auteurs, fréquemment partie des fonds ISR gérés par les sociétés de gestion faisant partie des pionniers de l'ISR américain. Ici c'est bien le point de vue des activistes environnementalistes qui se fait entendre et leur positionnement très critique vis-à-vis des grandes multinationales. A la différence de Novethic, ils ne font pas confiance aux jugements des agences d'analyse et de notation extra-financières dont le fonctionnement est identifiée à celui d'une boîte noire où les intérêts privés prime sur l'intérêt général. Toutefois conscients de la limite de leur critique des entreprises, fondée essentiellement sur l'anecdote journalistique, l'organisation déclare avoir pour projet de mettre en place une base de données publique d'évaluation des comportements sociaux et environnementaux des entreprises dans les prochaines années qui compléterait voire remettrait en question le travail fourni par les agences.

La critique du Natural Capital Institute ne se concentre pas seulement sur cette négation de la différenciation réelle des portefeuilles financiers ISR et par conséquent de l'impact potentiel extra-financier des pratiques du filtrage sur le comportement des entreprises. La critique porte aussi sur le manque de transparence des sociétés de gestion d'actifs sur la composition des portefeuilles mais aussi plus généralement sur leurs pratiques de gestion. Cette situation est d'autant plus inconcevable pour les auteurs que ces mêmes gérants d'actifs et leurs fournisseurs d'informations exigent la plus grande transparence des entreprises elles-mêmes. Cette opacité des pratiques constitue in fine un problème pour les épargnants. Ces derniers ne pourraient véritablement comparer l'offre ISR des différentes sociétés de gestion et seraient souvent pris dans les filets aux Etats-Unis d'une publicité mensongère leur promettant un changement de l'économie par l'adoption de ce type de comportement d'investissement. Or pour les auteurs, dans la plupart des cas, cette assertion se révèle fausse. Les auteurs fondent ici l'ensemble de ces affirmations concernant les

consommateurs, sur leur étude approfondie des sites Internet et des tentatives de contacts avec les services de commercialisation des fonds ISR.

La solution générale préconisée par le Natural Capital Institute pour sortir de l'impasse dans laquelle se trouvent les acteurs de l'ISR américain est de se plier à un effort de transparence et de standardisation de leurs pratiques et notamment sur la composition des portefeuilles. Les auteurs estiment ainsi que chaque société de gestion commercialisant un fonds ISR devrait avoir l'obligation de donner la composition totale de son portefeuille ISR et d'offrir à l'ensemble des internautes un compte-rendu précis des raisons justifiant l'entrée ou la sortie des entreprises du portefeuille. Ils envisagent alors aussi la possibilité que certaines agences d'analyse et de notation extra-financières au profil plus associatifs offrent une consultation publique de leur analyse et notations des entreprises. Les auteurs brandissent l'exemple de l'ISR européen et du code de transparence de l'Eurosif<sup>389</sup> pour accentuer la nécessité d'une plus grande transparence et standardisation de l'ISR aux Etats-Unis.

Le ton de Novethic étant beaucoup plus nuancé sur cette question de la différenciation des portefeuilles ISR, les études produites ne proposent pas de solutions à des problèmes qui ne sont pas évoqués en tant que tels. Toutefois Novethic, dans deux récentes tribunes<sup>390</sup>, a mis en avant la nécessité pour la communauté des acteurs de l'ISR d'atteindre une plus grande transparence sur la question de la composition des portefeuilles afin de permettre un réel débat entre les acteurs professionnels de l'ISR et certains acteurs (syndicats, associations, investisseurs particuliers et institutionnels) qui sont encore fortement sceptiques sur la différenciation réelle des portefeuilles ISR par rapport au reste de la gestion d'actifs. Cet effort de transparence et ce débat, même s'il est difficile, pourrait à terme, selon l'organisation faire tomber un certain nombre d'incompréhensions, notamment sur le choix de l'exclusion ou de l'inclusion de certaines valeurs dans les portefeuilles ISR et permettre de commercialiser de façon adéquate ce type de fonds sans créer l'indignation chez les clientèles les plus militantes.

---

<sup>389</sup> Nous verrons dans la dernière partie de ce chapitre que la standardisation de l'ISR européen n'est pas si évidente que peuvent l'imaginer les activistes environnementalistes du Natural Capital Institute.

<sup>390</sup> La Tribune, «Tribune Novethic, Transparence, l'investissement socialement responsable aussi », 22 mars 2005

L'Agefi, « Tribune Novethic, comment crédibiliser les démarches ISR auprès des particuliers », 3 mars 2005

### Les réactions des acteurs des sociétés de gestion impliqués sur l'ISR :

Les études de Novethic qui empruntent un ton neutre évitant la polémique n'ont jamais entraîné de réaction officielle des sociétés de gestion d'actifs ou encore des entreprises s'indignant ou remettant en question les propos tenus. L'observation participante démontre toutefois que certains membres de la communauté des gérants ISR en France ne sont pas forcément très enthousiastes par rapport à la mise en place de ce type d'études. Les méthodologies employées sont parfois remises en question par certains gérants qui les jugent trop réductrices<sup>391</sup>. L'étude 2005 a, par exemple, créé, chez certains, une forme de mécontentement par le choix fait de n'utiliser que l'expertise de Vigeo pour noter le degré de responsabilité sociale de leurs fonds. Ce choix a été jugé réducteur, certaines sociétés de gestion utilisant plusieurs sources d'information et mettant en place leur propre source d'expertise interne. Pour d'autres, ce type d'études en concentrant le regard sur la différenciation extra-financière des portefeuilles, pourrait les obliger à être sommés de démêler ce qui dans leur choix final de sélection tient de l'arbitrage financier ou extra-financier. Or ce travail n'est pas forcément souhaité par tous comme nous avons pu le voir plus haut. Les débats restent toutefois internes et n'ont jamais encore abouti à des prises de positions officielles.

Le rapport du Natural Capital Institute a engendré en revanche un véritable débat officiel entre les représentants les plus actifs de la communauté ISR aux Etats-Unis et Paul Hawken, l'activiste environnementaliste américain, fondateur de la structure Natural Capital Institute. Ce débat a eu lieu sur Internet lors d'un échange de questions réponses entre représentants de l'ISR et Paul Hawken<sup>392</sup>. Ce débat ne s'est cependant pas véritablement propagé en Europe.

Les deux angles principaux du débat se concentrent sur les deux angles d'attaques critiques choisies par le Natural Capital Institute : la différenciation extra-financière des portefeuilles ISR et la question de la transparence et de la standardisation des pratiques des sociétés de gestion ISR aux Etats-Unis.

---

<sup>391</sup> Novethic, , 2004, « Spécial ISR Français, Qu'est-ce que l'ISR à la française ? », juillet 2004, *La lettre de l'Economie responsable*, p 4

<sup>392</sup>[http://www.dragonflymedia.com/portal/featured\\_stories/200410/hawken\\_response.html](http://www.dragonflymedia.com/portal/featured_stories/200410/hawken_response.html)

Les contradicteurs de Paul Hawken sont essentiellement des membres du Forum pour l'investissement socialement responsable (US SIF): Tim Smith, président, Joe Keefe, membre du directoire, Stéphanie Kendall et Todd Larsen, salariés de l'US SIF.

Sur le premier point, l'ensemble des contradicteurs se rejoint. Le Natural Capital Institute, comme d'autres représentants de la critique de gauche radicale avant eux, ont une vision idéaliste et donc en partie erronée de la pratique du filtrage extra-financier. Ces derniers estiment au fond que toutes les entreprises dont le cœur d'activité est moralement répréhensible devrait sortir des portefeuilles ISR, ce qui pourraient aller jusqu'à sortir la quasi-totalité des multinationales compte tenu de la grogne activiste à leur égard. Or les praticiens de l'ISR, même s'ils mettent en place certains critères d'exclusion drastiques, ne peuvent aller systématiquement jusqu'au bout de cette logique dans le filtrage sous peine de se trouver avec des univers d'investissement beaucoup trop réduits pour prétendre à une gestion d'actifs n'entraînant pas obligatoirement la déroute financière.

Cette remarque sur le réalisme financier entraîne ici un sous débat sur la question de la performance financière. La position du Natural Capital Institute consiste à dire que la performance financière est un élément secondaire. Les investisseurs souhaitant aller vers ce type d'approche accorderaient beaucoup plus d'importance à la tenue de hautes exigences extra-financières qu'à l'obtention de bonnes performances financières. Les membres de l'US SIF s'insurgent contre cette affirmation. Il ne s'agit certainement pas d'affirmer que la performance financière est plus importante que la tenue des principes extra-financiers. En revanche ne pas être capable d'offrir des performances financières comparables aux marchés financiers pour les sociétés de gestion ISR entraînerait sans nulle doute une défection d'une majeure partie des clientèles particulières et surtout institutionnelles en raison des responsabilités fiduciaires qu'elles ont vis-à-vis des épargnants qu'elles représentent.

Par ailleurs, pour les contradicteurs du rapport, les praticiens de l'ISR ne jugent pas, à la différence des critiques de gauche les plus radicales, que l'on puisse tracer une ligne claire entre les entreprises vertueuses et celles qui ne le sont pas. Le filtrage n'est qu'un outil qui permet d'investir dans des entreprises répondant à certains standards de RSE. Il est vrai que ces standards sont différents de fonds à fonds et qu'il n'y a pas de ligne claire séparant deux catégories non discutables d'entreprises responsables et non responsables. Cependant, l'intérêt de l'ISR, grâce aux outils du filtrage et de l'activisme actionnarial, n'est pas tant de distribuer des bons points aux entreprises mais de promouvoir le concept de RSE et de sensibiliser les marchés financiers à l'ensemble de ces thématiques et in fine de contribuer au changement de l'économie.

La critique sur la transparence des pratiques et la nécessité de la standardisation créent des réactions beaucoup plus contrastées chez les contradicteurs. Une grande majorité nie

l'accusation notamment le président de l'US SIF, Tim Smith qui assure que les sociétés de gestion ISR américaines jouent le jeu de la transparence. Pour Todd Larsen et Stéphanie Kendall, la standardisation des pratiques des professionnels serait de plus une entrave à la diversité et à l'innovation dans le champ de l'ISR.

En revanche, Joe Keefe, membre du directoire de l'US SIF et conseiller chez Calvert, une des grandes sociétés de gestion de l'ISR américain juge que la question posée par le Natural Capital Institute mérite d'être sérieusement débattue. L'industrie de l'ISR est encore jeune mais il est peut-être temps de se poser dans un dialogue constructif la question de la définition de l'ISR, de la transparence des pratiques et in fine de leur standardisation.

Face à ces différentes remarques, le porte-parole officiel du Natural Capital Institute, Paul Hawken reste ferme. Les convictions sur le manque d'impact extra-financier de l'ISR actuel sont réitérées ainsi que l'exigence d'une plus grande transparence des pratiques. Le modèle du code de transparence de l'Eurosif en Europe est brandi comme argument fort pour en appeler à la nécessité de l'entrée en action des acteurs de l'ISR américain. Le débat reste donc très vif et ouvert entre les deux parties.

Une part des médias et des observateurs professionnels du champ de l'ISR s'intéresse assez précisément à la question de la différenciation extra-financière des démarches ISR par rapport aux démarches d'investissement traditionnel. La réponse à la question de la performance financière étant aujourd'hui en partie remise à un horizon plus lointain, c'est peut-être la question de la différenciation extra-financière des pratiques du filtrage et de leur potentiel impact financier qui se pose de manière la plus aiguë. En effet comme le soulignait les deux analystes ISR buy side, Paul et Sabine, le vrai défi pour les acteurs de l'ISR est de prouver en quoi leur démarche est différente d'une démarche d'investissement classique. Or ce qui fait intrinsèquement sa différence réside dans sa dimension extra-financière et moins dans la financière qu'elle partage avec l'ensemble des démarches d'investissements.

Mais la question de la différenciation extra-financière des process de gestion ISR est une sorte de boîte de Pandore. L'ouvrir entraîne un questionnement sur la transparence des pratiques des sociétés de gestion ISR et par conséquent interroge sur la possibilité de la standardisation d'un champ dont la définition est encore largement aux mains des « *first movers* ».

### C) Du côté des professionnels de la gestion

Comme le souligne les auteurs de « L'investissement socialement responsable »<sup>393</sup>, la mesure de la différenciation extra-financière des fonds ISR et de l'impact extra-financier de la pratique du filtrage n'est pas forcément un champ très investi par les professionnels de la gestion ISR en France. Les sociétés de gestion ne communiquent pas véritablement d'éléments de recherche permettant de déterminer concrètement en quoi leur action d'investisseur socialement responsable par le filtrage a eu un impact défini et réel sur le comportement d'une entreprise donnée toute chose égale par ailleurs.

Pour pallier ce manque de mesure de l'efficacité concrète de leurs pratiques et pour rendre des comptes à leur investisseurs, certaines sociétés de gestion s'engagent dans la mise en place de procédures de contrôle comme nous l'avons décrit plus haut mais aussi dans une démarche de dévoilement des tenants et aboutissants de leurs pratiques socialement responsables. Sur la pratique de l'engagement ou l'activisme actionnarial, la situation est relativement différenciée. Certaines sociétés de gestion, d'origine britanniques, offrent parfois des éléments plus précis allant dans le sens de la transparence et d'une mesure plus précise de l'impact de leur action. Nous reviendrons plus en avant dans le chapitre VII sur ces pratiques spontanées et individualisées de dévoilement des pratiques et de leurs résultats à destination des investisseurs. Il convient ici de savoir que ce dévoilement reste encore assez rare, sommaire et très hétérogène selon les sociétés de gestion.

Du côté des organisations professionnelles réunissant les acteurs de l'investissement socialement responsable, l'initiative de l'Eurosif<sup>394</sup> pris en exemple par le Natural Capital Institute mérite un examen plus attentif. L'Eurosif (Forum pour l'investissement socialement responsable), dont l'action a déjà été évoquée dans le chapitre I, sur les initiatives de quantification du champ est une organisation hybride regroupant des professionnels de la gestion ISR, des investisseurs institutionnels, des organismes professionnels et universitaires de recherche et des ONG. Sa mission officielle est de promouvoir et de développer l'ISR à travers un lobbying sur les institutions européennes et des initiatives européennes d'information et de promotion de l'ISR.

---

<sup>393</sup> De Brito, C, Desmartin, JP, Lucas-Leclin, V, Perrin, F, 2005, « Les politiques d'investissement des fonds ISR » in *L'investissement Socialement Responsable*, Editions Economica, p219

<sup>394</sup> Nous pouvons aussi ici citer la volonté affichée de l'institut Paris Europlace, organe de promotion de la place financière de Paris (voir chapitre II) lors de son groupe « Projet développement durable » organisé à la fin de l'année 2003, de promouvoir une charte de l'investisseur responsable dans la lignée des travaux de l'Eurosif. Cette proposition à ce jour n'a pas fait l'objet de programme de travail concret.



En novembre 2004, l'Eurosif lance officiellement « Le Code de transparence de l'Eurosif ». Cette initiative, financée, comme celle de la quantification du marché de l'ISR, par une subvention d'une direction de la Commission Européenne, porte uniquement sur les fonds ouverts aux souscripteurs particuliers et a pour objectif officiel d'accroître la transparence de ces fonds envers les consommateurs. Les consommateurs ne sont pas la seule cible visée par l'initiative. Elle doit permettre l'émergence d'une information plus claire sur les fonds au service des professionnels.

Le Code de transparence consiste en une série de questions adressées à l'ensemble des sociétés de gestion proposant sur le marché européen de la gestion d'actifs des fonds ISR ouvert aux particuliers. L'ensemble<sup>395</sup> se présente sous la forme d'un questionnaire ouvert amenant les sociétés de gestion à décrire de façon très large leur activité ISR. Le questionnaire est découpé en 7 sections différentes correspondant à un engagement de transparence pris par la société de gestion. La première section porte sur des données générales : noms des gérants des fonds, taille et performance financières des fonds, contacts commerciaux. Les sections 2, 3 et 4 portent sur le process de gestion et son déploiement concret. De nombreux items<sup>396</sup> portent sur le contrôle du déploiement des process de gestion ISR et sur la communication auprès des investisseurs :

| Critères d'Investissement ISR |                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2                             | Les signataires doivent être clairs au sujet de leur objet* et de leurs critères d'investissement*                                                                               |
| 2a                            | Comment le fonds définit-il l'ISR ?                                                                                                                                              |
| 2b                            | Quels sont les critères d'investissement ISR du fonds ?                                                                                                                          |
| 2c                            | Comment les critères d'investissement ISR sont-ils déterminés ? A quelle fréquence et par qui sont-ils révisés ?                                                                 |
| 2d                            | Comment les changements de critères sont-ils communiqués aux investisseurs ?                                                                                                     |
| Processus d'analyse           |                                                                                                                                                                                  |
| 3                             | Les signataires doivent fournir des informations quant à leur méthode de recherche.                                                                                              |
| 3a                            | Décrivez votre méthodologie et votre processus d'analyse ISR.                                                                                                                    |
| 3b                            | Le gérant de fonds emploie-t-il une équipe de recherche interne et/ou externe ? Expliquez.                                                                                       |
| 3c                            | Y'a-t-il une procédure de contrôle ou de vérification externe concernant la méthode de recherche ? S'il existe un Comité de Surveillance, veuillez préciser ses responsabilités. |
| 3d                            | La méthode de recherche inclut-elle une consultation des parties prenantes ? Si oui, veuillez spécifier.                                                                         |
| 3e                            | Les sociétés ont-elles accès à leur profil ou analyse ? Si oui, à quelle fréquence ?                                                                                             |
| 3f                            | A quelle fréquence la méthode de recherche est-elle révisée ?                                                                                                                    |
| 3g                            | Quels résultats de recherche sont divulgués au public ? Comment ?                                                                                                                |

<sup>395</sup> Voir en annexe le Code de transparence Eurosif.

<sup>396</sup> 2d ; 3c ; 3g ; 4b ; 4d

| Evaluation et Mise en oeuvre |                                                                                                                                                                                    |
|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4                            | <b>Les signataires doivent fournir des informations concernant la façon dont la recherche est utilisée pour créer et maintenir leur portefeuille*.</b>                             |
| 4a                           | Comment les résultats de recherche sont-ils intégrés dans le processus d'investissement, par exemple pour la sélection ou pour rendre des sociétés éligibles pour investissement ? |
| 4b                           | Quelles mesures internes ou externes sont mises en œuvre pour s'assurer que les participations* du portefeuille sont en ligne avec les critères d'investissement ISR ?             |
| 4c                           | Quel est le processus de désinvestissement* lié à des critères ISR ?                                                                                                               |
| 4d                           | Les investisseurs sont-ils informés des désinvestissements liés aux critères? Si oui, à quelle fréquence et par quels moyens ?                                                     |
| 4e                           | Le gérant de fonds informe-t-il les sociétés de leur exclusion* du portefeuille ou de désinvestissement lié au non-respect de l'objet du fonds et de ses critères ISR ?            |
| Complémentaire               | Dans quelle mesure les résultats de la politique d'engagement* sont-ils intégrés dans la sélection de sociétés ?                                                                   |

Les sections 5 et 6 traitent des questions de l'engagement actionnarial auprès des entreprises et de la politique de vote.

| Méthode d'Engagement ** |                                                                                                                                   |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 5                       | <b>Les signataires doivent expliquer leur politique d'engagement si le(s) fonds possède une telle approche.</b>                   |
| 5a                      | Quels sont les objectifs de la politique d'engagement ?                                                                           |
| 5b                      | Comment le fonds choisit-il prioritairement les sociétés avec lesquelles il va pratiquer l'engagement ?                           |
| 5c                      | Qui pratique l'engagement au nom du fonds ?                                                                                       |
| 5d                      | Quelles méthodes d'engagement sont employées ?                                                                                    |
| 5e                      | Comment l'efficacité de l'activité d'engagement est-elle surveillée ou abordée ?                                                  |
| 5f                      | Si elles existent, quelles mesures sont prises si l'engagement s'avère infructueux ?                                              |
| 5g                      | Comment, et à quelle fréquence les activités d'engagement sont-elles communiquées aux investisseurs et autres parties prenantes ? |

| Politique de Vote** |                                                                                                                                     |
|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 6                   | <b>Les signataires doivent être clairs sur leur politique de vote*.</b>                                                             |
| 6a                  | Le fonds dispose-t-il d'une politique de vote ? Si oui, quelle est-elle ?                                                           |
| 6b                  | Le fonds rend-il public ses votes et les raisons qui ont conduit à leur choix ? Si oui, où cette information est-elle consultable ? |
| 6c                  | Est-ce que le fond est promoteur ou soutient-il des résolutions non déposées par le conseil?                                        |

La section 7 se détache des autres sections par une volonté d'exiger des sociétés de gestion répondantes un degré de précision accrue : il leur est notamment demandé de préciser la liste des participations du fonds à une date donnée dans les six derniers mois et de décrire les désinvestissements qui ont eu lieu dans l'année écoulée. Ces deux items démontrent donc une volonté de l'Eurosif de rassembler au niveau européen des éléments permettant d'émettre un jugement sur la différenciation des fonds ISR par rapport aux fonds traditionnels :

| Activités récurrentes |                                                                                                                                                                  |
|-----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 7                     | Les signataires doivent rendre compte périodiquement de leurs activités, cela au minimum de façon annuelle.                                                      |
| 7a                    | Listez les participations* du fonds à une date donnée dans les six derniers mois.                                                                                |
| 7b                    | Quelles activités d'engagement ont eu lieu au nom du fonds pendant l'année écoulée ?                                                                             |
| 7c                    | Quels votes ont-ils eu lieu en lien avec les critères ISR du fonds ?                                                                                             |
| Complémentaire        | Quels désinvestissements découlant des critères ISR du fonds ont-ils eu lieu dans l'année écoulée ?                                                              |
| Complémentaire        | Quel est le volume de dons et le pourcentage des frais de gestion que le(s) fonds a effectué envers des organisations caritatives dans pendant l'année écoulée ? |

Les promoteurs du code de transparence de l'Eurosif font le pari de l'adhésion volontaire et vertueuse de l'ensemble des acteurs professionnels de l'ISR européen à ce texte. Les sociétés de gestion, souhaitant adhérer au code de transparence pour certains de leur fonds, ont l'obligation de fournir une déclaration officielle d'engagement envers les exigences du texte précisant dans quelle mesure et de quelle façon ils se soumettent à l'effort de transparence demandé. L'Eurosif précise qu'il est fortement souhaitable que les signataires fournissent des réponses à autant de questions que possible au sein de chaque section. Il est cependant accepté qu'un fonds ne puisse répondre à toutes les questions de façon détaillée à un moment donné en raison de la spécificité de la législation du pays ou compte tenu de son étape de développement. Les signataires doivent être toutefois aptes à fournir des justifications sur les raisons de cette absence de réponse. Les réponses aux questions développées par le code de transparence doivent être publiées. Les signataires du code peuvent choisir le support média qui leur convient le mieux pour communiquer l'information requise par le Code soit sur un site web soit sur un support papier. Cependant l'Eurosif précise que la société de gestion doit faire en sorte que le consommateur trouve aisément les informations requises par le Code.

Pour sa part, l'Eurosif est responsable de l'établissement, de la diffusion et du développement de l'initiative. Concrètement son action s'incarne par le fait de signaler sur son site Internet les signataires du code et leurs réponses le cas échéant. L'Eurosif déclare dans le document officiel « Code de Transparence Eurosif » avoir le projet de créer un logo protégé et utilisable par les signataires du code. En revanche, dans le document officiel, aucune information n'est donnée actuellement sur la mise en place d'un dispositif de contrôle permettant de vérifier que les structures signataires se plient réellement aux exigences du Code en matière d'honnêteté, d'exhaustivité et de mode de communication des réponses. Dans le communiqué de presse de novembre 2004, il est toutefois précisé que cette vérification est laissée à la responsabilité des organisations nationales. Celles-ci auront le choix de procéder à cette vérification en se reposant sur leurs compétences internes ou en y associant une tierce partie.

Si l'on revient précisément sur la question du dévoilement des compositions des portefeuilles ISR et de l'expression d'un commentaire extra-financier par les sociétés de gestion sur les entreprises les composant, l'observation du site de l'Eurosif au 28 août 2005<sup>397</sup> laisse une impression mitigée. On y apprend tout d'abord qu'une trentaine de sociétés de gestion dans le monde ont signé le code de transparence de l'Eurosif : neuf au Pays-Bas, sept au Royaume-Uni, deux en Belgique, trois en Italie, trois en Suisse, deux en Amérique du Nord, et le reste dans les pays européens de langue germanique. En France, l'Association française de gestion<sup>398</sup> (AFG) a pris en charge la diffusion du Code de Transparence en partenariat avec le Forum pour l'investissement socialement responsable français, le FIR. Les deux structures projettent de prendre le relais de l'Eurosif pour créer un logo protégé et utilisable par les institutions signataires. En revanche, l'AFG et le FIR déclinent toute responsabilité dans la vérification de la conformité des fonds ISR se réclamant du code de transparence. Cette responsabilité est laissée au promoteur des fonds, c'est-à-dire aux sociétés de gestion. Au début septembre, une seule société de gestion française<sup>399</sup> a déclaré son adhésion. Il n'a pas été possible de trouver sur son site Internet, ses réponses aux questions posées par le code.

---

<sup>397</sup> <http://www.eurosif.org>

<sup>398</sup> <http://www.afg.asso.fr>

<sup>399</sup> Communiqué de presse du 2 juin 2005 annonçant l'adhésion d'AGF AM au Code de transparence sur ses trois fonds ISR : <http://www.agf-am.com>  
Rubrique Internet AGF AM à la fin août 2005 consacré à la question du développement durable : <http://www.agf-am.com>

Sur le site Internet de l'Eurosif à la fin août 2005, pour onze sociétés de gestion (britanniques, belges et suisses) un lien permet d'accéder aux réponses au questionnaire du code de transparence. Les liens permettent soit d'accéder à un document sous format Adobe Acrobat PDF© isolé soit à une page web du site Internet des sociétés de gestion. Si la présence d'une page Internet permet de penser que les consommateurs ont accès à cette information, il est plus difficile d'émettre une opinion sur un document isolé. Quant aux sociétés de gestion déclarées comme signataires mais dont les réponses ne sont pas affichées, l'incertitude est encore plus prononcée.

Il y a peu d'harmonie dans la présentation des résultats. Si les sociétés de gestion sont nombreuses à avoir choisies une présentation sous forme de tableau, proche de celle adoptée par les rédacteurs du code de transparence, il demeure une grande hétérogénéité en terme de forme et même de fond puisque selon les sociétés de gestion, la taille des réponses varie fortement. Alors que certaines renvoient systématiquement à des liens à d'autres pages Internet, d'autres préfèrent rédiger leurs réponses expressément pour le document. Certains rajoutent des éléments non demandés ou répondent à une version antérieure du questionnaire. Une seule société de gestion n'offre qu'une part des réponses au questionnaire sans offrir d'explications justifiant ce choix.

Sur la question de la composition du portefeuille et des raisons de désinvestissement, aucune société de gestion ne stipule directement dans le document la totalité des valeurs comprises dans le portefeuille à un instant T et encore moins les raisons de désinvestissements survenus dans l'année. Deux sociétés de gestion donnent un lien électronique précis permettant d'accéder à la liste complète des valeurs comprises dans les portefeuilles à un instant T et donnant les raisons positives expliquant la présence de ces valeurs dans le fonds. Les autres expliquent qu'il est possible de trouver les cinq voire les dix premières valeurs en portefeuille dans les comptes-rendus financiers semestriels ou annuels faits aux souscripteurs. Pour plus d'information, il est nécessaire d'être client et de faire une demande précise à la société de gestion.

Il semble donc qu'au regard de cette consultation rapide des premières réponses des premiers signataires de ce code de transparence, peu de sociétés de gestion au niveau européen soient prêtes à jouer spontanément le jeu du dévoilement et de l'explication sur la sélection des entreprises obtenues par le déploiement du process de gestion ISR. L'initiative de transparence impulsée par l'Eurosif n'est peut-être pas encore aujourd'hui le vecteur modèle, rêvé par les activistes américains du Natural Capital Institute, pour faire le point sur la différenciation et l'impact extra-financiers des process de gestion ISR fondé sur la stratégie

de filtrage car les professionnels de la gestion ISR ne semblent pas désirer s'en emparer de cette manière. Il dénote cependant d'une volonté des professionnels européens d'aller vers plus de transparence sur les pratiques de gestion ISR.

**Le travail de recherche et d'évaluation de la performance non financière des fonds ISR reste donc un champ largement en friche. Qu'il s'agisse de la question de la performance financière ou non financière des fonds, les interrogations, même si elles sont profondément différentes, aboutissent finalement à un constat d'incertitude. Les professionnels de la gestion, qu'ils s'appuient ou non sur la recherche professionnelle ou universitaire ne peuvent ni vraiment exprimer des assertions positives ou négatives sur le résultat final de leurs démarches, qu'il soit question de la performance financière ou de l'impact extra-financier de leur sélection finale de valeurs. Il leur est à l'heure actuelle presque impossible de réellement affirmer que la gestion ISR est vecteur de sur ou de sous performance financière. Il leur est encore plus difficile de donner une mesure concrète de la différenciation extra-financière de leur approche. Cette dernière incertitude est, dès lors, peut-être la plus difficile à surmonter car, par effet de rétroaction, elle crée la méfiance sur les process de gestion ISR eux même. La propagation de ces sentiments s'accroît d'autant plus que l'observateur ou l'investisseur intéressé par ce point, peut faire facilement le constat de la difficulté voire de la réticence de certaines sociétés de gestion à communiquer spontanément sur leurs pratiques de gestion ISR et sur leurs résultats.**

Or, le code de transparence de l'Eurosif, même s'il reste encore largement en construction constitue bien une tentative de réduire l'incertitude sur les produits financiers ISR et d'augmenter ainsi les chances de la rencontre entre une offre ISR et la demande d'épargnants particuliers par l'occasion donnée aux professionnels d'expliquer pro activement leur approche de l'ISR. Or nous faisons ici l'hypothèse, en nous référant aux travaux de Lucien Karpik sur l'économie de la qualité, que cette initiative de l'Eurosif au niveau européen ainsi que le travail d'évaluation extra-financière des fonds ISR entamé en France par Novethic que nous allons exposer dans une dernière partie, doivent être interrogés en tant que dispositifs de jugements en voie de construction sociale, s'encadrant dans une économie des singularités et visant à faciliter la rencontre entre une offre et une demande de produits financiers ISR.

### **III) Comment surmonter l'incertitude sur le caractère socialement responsable des fonds : l'entrée en jeu des dispositifs de jugement impersonnels**

Dans cette dernière partie, après un retour sur les grands concepts du courant de l'économie des qualités, nous allons concentrer notre attention sur les dispositifs mis en place par deux organismes Novethic et Eurosif, pour définir s'ils peuvent être interprétés comme des dispositifs de jugement. Nous reviendrons ici sur leur genèse historique, leur fonctionnement pratique et l'articulation entre face organisationnelle et face marchande qui permet ou non de créer à terme la confiance dans le dispositif de jugement.

#### **1) Les grands concepts de l'économie de la qualité à l'aune de la gestion d'actifs**

De manière générale, les catégories définies par certains chercheurs de l'économie de la qualité ou des singularités permettent un éclairage heuristique du champ de la gestion d'actifs et de l'offre de produits financiers par les sociétés de gestion.

En effet, le service proposé par le gérant n'est pas strictement équivalent à celui proposé par un autre gérant. L'acquisition de ce service immatériel se joue rarement au niveau du prix car la rémunération de la société de gestion se fait de façon indirecte sur les frais de gestion. La société de gestion rémunère à son tour le gérant en fonction du degré d'expertise et de compétences financières qui lui est attribué en fonction de son expérience, ses succès passés et présents, sa réputation, d'autres éléments conjoncturels et structurels pouvant entrer en jeu. Investisseurs particuliers et institutionnels, dotés de dispositifs de cognition distribuée non équivalents ne choisissent donc pas en premier lieu les services d'une société de gestion par rapport à des questions de prix mais plutôt en fonction de la confiance qu'ils portent à un instant T à l'expertise d'une société de gestion ou d'un groupe bancaire, chaque expertise étant à priori singulière l'une par rapport à l'autre.

La gestion d'actifs a par ailleurs la particularité d'être un service hautement immatériel. Il s'agit d'opérer des arbitrages financiers sur une matière argent qui s'est progressivement dématérialisée le long de l'histoire. Si l'on suit la nomenclature<sup>400</sup> proposée

---

<sup>400</sup> Callon, M ; Meadel, C ; Rabeharisoa, V, 2002, « L'économie des qualités », *Economy and Society*, volume 31, numéro 2, mai 2002, pp 194-217

par Jean Gadrey sur les services immatériels, la gestion de produits financiers répond à la fois à une logique d'intervention et une logique de mise sous disponibilité<sup>401</sup>. La société de gestion intervient directement sur la matière argent qui lui est confiée par l'épargnant en mettant à disposition de ce dernier une série de supports socio-techniques qui lui permettent à la fois de gérer cet argent à la place du client et de lui rendre des comptes sur cette gestion. Chaque gestionnaire offre à son client son expertise dans l'art de l'investissement, c'est-à-dire met des moyens à son service, mais sans généralement de garantie de résultats. La gestion d'actifs est donc un service immatériel dont le fonctionnement repose sur la confiance que le client met dans les compétences professionnelles du gérant d'actifs mais aussi dans la réglementation qui est censée limiter l'accès du marché à des entreprises agréées.

La confiance selon Karpik<sup>402</sup> se définit par l'association intime d'une relation asymétrique, la délégation, et d'un mode particulier d'existence au monde, la croyance. Faire confiance s'inscrit dans une relation de délégation car j'abandonne momentanément l'exercice direct de ma liberté au profit d'une tierce partie. La relation de délégation est asymétrique car elle comporte le double risque que je me trompe (erreur) et que je sois trompé (abus de confiance). Pour comprendre cependant la singularité de cette délégation, il est nécessaire d'inscrire la confiance dans l'univers de la croyance. Placer sa confiance en quelqu'un ou en quelque chose ne peut trouver sa seule justification dans le seul savoir vérifiable car aucune connaissance préalable du délégué ne suffit à garantir son action présente et future. Il existe un lien entre savoir et confiance mais dans un au-delà de la connaissance qui repose sur la croyance. Faire confiance, c'est aussi tenir pour vrai et établi sans en avoir la preuve que le délégué par la suite des qualités qu'on lui prête va témoigner sa fidélité à la promesse implicite ou explicite de l'échange.

La gestion d'actifs repose fortement sur cette notion de confiance puisque l'épargnant s'en remet avec des garanties de moyens mais sans garanties contractuelles de résultats à l'expertise professionnelle du gérant avec la croyance que celui-ci peut lui assurer à terme un

---

<sup>401</sup> Jean Gadrey propose trois logiques de services :

**La logique d'intervention :** B demande à A possesseur de capacités techniques et humaines d'intervenir pour satisfaire la demande de B. Le consommateur s'ajuste au support sociotechnique

**La logique de mise en disponibilité :** B sur simple décision utilise une capacité techno-humaine mise à disposition par A dans des conditions d'accords mutuels (transport, téléphone, électricité). Le support socio technique va au consommateur

**Logique du spectacle :** B décide d'assister aux conditions proposés par l'organisation A ou négocié avec elle à une performance humaine reposant généralement sur un support technique. Le consommateur et le support socio technique se rencontrent en chemin.

<sup>402</sup> Karpik, L, 1996, « Dispositifs de confiance et engagement crédibles », *Sociologie du travail*, 526-551



profit financier. Quand la confiance et par conséquent la croyance dans la capacité des acteurs financiers à créer de la plus value financière sont ébranlées, comme cela a été le cas lors des récents scandales financiers aux Etats-Unis, le fonctionnement de la gestion d'actif se grippe. Certains épargnants se considèrent comme abusés. Ils n'ont plus confiance et ne croient plus dans les vertus financières des marchés boursiers. La réaction de certains est de ne plus aller vers la gestion d'actifs voire de retirer leurs avoirs aux professionnels de la gestion. Les acteurs de la Finance, épaulés par les pouvoirs publics, après le krach de 1929 comme après l'explosion de la bulle Internet en 2000, font alors le choix de durcir les réglementations publiques<sup>403</sup> pour rétablir la confiance des investisseurs.

Les réglementations publiques, qui portent souvent sur le degré d'information que les offreurs ont l'obligation de mettre publiquement et officiellement à disposition, ne sont pas les seules voies de facilitation de l'échange entre l'offre et la demande dans un univers où la confiance est loin d'être acquise. Un univers de délégués personnels et impersonnels, qualifiés par des formes d'actions spécifiques, prend alors place dans un espace intermédiaire. Pris en charge par certains acteurs intermédiaires, ils ont pour fonction d'instaurer et de renforcer la confiance entre une offre de produits et de services singuliers dont l'identification<sup>404</sup> n'est pas toujours établie fermement.

L'identification, c'est-à-dire la construction d'accords, de nomenclatures, de définitions engendrant une définition située des attributs de la qualité d'un produit ou d'un service est un processus constitutif mais non suffisant de l'échange car s'il permet de les identifier et les singulariser, il ne réduit pas l'incertitude lié au jugement et à l'évaluation des attributs qui les définissent.

Les dispositifs de jugement, notamment mis en lumière par les travaux de Karpik, fondés sur la confiance personnelle et impersonnelle, jouent aussi un rôle déterminant dans la constitution de la possibilité de l'échange. Qualifier un produit, se mettre d'accord sur les caractéristiques qui le définissent ne règle pas totalement l'opération de jugement qui elle aussi est constitutive de l'échange. Les dispositifs de jugement<sup>405</sup>, qui peuvent prendre la forme du réseau, du regroupement professionnel, de la réputation pour leurs formes personnelles et celle des appellations, des guides, des classement pour leurs formes

---

<sup>403</sup> Voir chapitre II

<sup>404</sup> Musselin, C., Paradeise, C., 2002, « Le concept de la qualité, où en sommes-nous ? », *Sociologie du travail*, 44(2), p256-260.

<sup>405</sup> Nous ne traiterons pas ici des dispositifs de promesse, seconde catégorie de dispositif identifié par Karpik pour faciliter l'échange

impersonnelles, sont alors chargés de produire les connaissances adéquates au jugement des consommateurs et de réduire leur ignorance.

L'efficacité des dispositifs de jugement dépend de leur capacité à produire du savoir et à susciter la confiance. Dispositif cognitif collectif, le dispositif de jugement doit être un opérateur de connaissances proposant une sélection et une mise en forme particulière de cette dernière permettant aux usagers de ses dispositifs de faire leur choix. Les dispositifs de jugement sont des délégués qui ne peuvent fonctionner que s'ils bénéficient de la confiance des usagers. Même s'ils expriment une claire volonté de s'inscrire dans l'objectivité scientifique, toujours plus ou moins soupçonnés d'opportunisme, ils sont sans cesse condamnés à formuler des justifications de leurs propres principes d'évaluations par l'invocation de l'expérience du passé, de la communauté des valeurs et à présenter des preuves de leur loyauté. La construction des connaissances qu'ils proposent ne trouve sa justification que dans le bien public.

Constructions symboliques dissipant l'opacité, réduisant l'incertitude sur la qualité et créant des conditions de la formation et de la continuité du marché de la qualité, ils peuvent, en chemin, façonner les figures du producteur et du consommateur, transformer les caractéristiques des produits et des services jugés et interagir avec la qualification finale des singularités. Ils ne sont pas omnipotents car souvent en concurrence avec d'autres dispositifs de jugements. Ils ne sont pas non plus omniprésents car leur échelle d'action reste limitée à un pan circonscrit de la réalité. Nous nous intéresserons ici strictement à la catégorie des dispositifs de jugement impersonnels.

Les produits financiers classiques, prenant diverses formes juridiques et techniques et vendus par les acteurs de la gestion d'actifs, sont soumis à de très nombreux dispositifs de jugement impersonnels gérés par des observateurs et producteurs d'information sur le champ de la Finance, véritables intermédiaires informationnels des marchés financiers. Si en France, le réseau, les groupements professionnels et la réputation ont longtemps été au premier plan dans l'instauration de la confiance entre l'offre et la demande de produits financiers, la transformation de la gestion d'actifs à travers l'influence anglo-saxonne et les progrès de l'informatique a considérablement fait évoluer la donne. Le modèle économique de nombreuses organisations, proposant de l'information sur l'offre de services et de produits de

la gestion d'actifs, repose aujourd'hui sur la réalisation de classements des produits financiers selon leur excellence financière<sup>406</sup>.

Ses systèmes de notation ont tous la particularité d'évaluer la performance financière des fonds au regard d'autres variables : volatilité, qualité de la gestion ou encore régularité de la performance. Morningstar, structure américaine implantée depuis quelques années en France, a construit sa réputation sur un système de notation quantitatif, illustré graphiquement par un système d'étoiles, permettant de classer les fonds selon le meilleur couple rendement risque. Morningstar n'est pas seul sur ce marché des dispositifs de jugement. D'autres acteurs comme Standards and Poors, l'agence d'analyse et de notation financière crédit, Lipper Leaders, filiale de l'agence d'information financière en continu Reuters ainsi que certains acteurs spécialisés dans l'information financière, sont aussi positionnés sur ce créneau dont la fonction officielle est de sortir l'investisseur de l'incertitude face à la dizaine de milliers de produits financiers dont comme le souligne la formule consacrée « les performances passées ne présentent en rien des performances futures ». Ces opérateurs de dispositifs de jugement concluent parfois des partenariats avec des grands titres de la presse financière<sup>407</sup>. L'objectif est alors de mettre en place un palmarès des fonds sur une année donnée. Plusieurs catégories de compétition sont alors créés. Quand la notation est bonne ou qu'un de ses fonds s'est vu officiellement remettre un prix, la société de gestion met en avant dans ses publications cette information qui devient dès lors un argument commercial.

Les fonds ISR peuvent, comme les fonds traditionnels, faire potentiellement l'objet de ces exercices de notation qui porte sur l'efficacité financière des services offerts par les sociétés de gestion. Toutefois, l'entrée en jeu dans la sélection des valeurs à mettre en portefeuille d'une dimension extra-financière, complique singulièrement la donne. En effet, alors que dans le cas des fonds traditionnels, l'exercice de construction de définitions et de nomenclatures pour qualifier ces fonds semble établi et encadré par les autorités de régulation financière, la situation se révèle beaucoup plus floue sur le front des fonds ISR.

En France<sup>408</sup>, si certains textes de loi font mention de l'ISR notamment la loi sur l'Epargne salariale, il n'existe aucun texte prescriptif produit par les pouvoirs publics,

---

<sup>406</sup> *La Vie Financière*, 2005, « Notation des fonds, comment s'en servir ? », 07/01/2005, pp56-57

<sup>407</sup> Les Palmes de *La Vie Financière* en partenariat avec Europerformance, Les Pyramides d'*Investissement Conseil* ; Grand prix Sicav et FCP Figaro/Journal des Finances en partenariat avec Standards and Poors, Trophée *Le Revenu* en partenariat avec Europerformance, Les lauriers d'*Investir Magazine*.

<sup>408</sup> En Europe, la situation semble assez similaire à celle connue en France. Nous pouvons ici cependant distinguer le cas de la Belgique qui a lancé un chantier d'élaboration des règles visant à définir ce qu'est un fonds ISR. Le gouvernement autrichien a aussi décerné à certains fonds ISR un label décerné aux produits

l'Autorité des Marchés Financiers ou autres instances de normalisation financière reconnues définissant avec précision ce qu'est et doit être l'ISR et les pratiques des professionnels se réclamant de cette forme de gestion. La seule convention observée, qui semble avoir été adoptée de façon implicite entre professionnels et régulateurs, est le fait que la notice publique d'information du fonds doit préciser quelles grandes thématiques extra-financières sont prises en compte dans la gestion. Ce flou dans l'identification de la classe des fonds ISR se traduit notamment, comme nous avons pu le constater dans le chapitre I, par une forte mobilité des nomenclatures servant à désigner cette catégorie de produits.

Les lenteurs de la mise en place d'un processus d'identification concertée n'ont pas empêché l'offre de fonds ISR de se développer très rapidement pendant les années 1990 et 2000 jusqu'au point, en France, en 2005, de compter plus d'une centaine de fonds ouverts. Certains intermédiaires informationnels, se positionnant sur ce nouveau marché de l'ISR, ont donc jugé, face à une certaine forme de flou règlementaire et une structuration néanmoins rapide de ce champ, qu'ils pouvaient faire partie de leur mission d'offrir des éléments de connaissance et de jugement aux professionnels et investisseurs soucieux d'approfondir leur connaissance et de porter un jugement sur la dimension extra-financière de ces nouveaux produits.

La décision prise, la tâche se présente alors encore plus urgente et stratégique dans une situation où définition et construction des pratiques ISR reviennent de fait aux premiers à avoir investi le champ, c'est-à-dire les sociétés de gestion et les agences d'analyse et de notation extra-financières. Or celles-ci se sont visiblement plus absorbées dans un premier temps par la construction individualisée de leur propre avantage concurrentiel sur ce nouveau marché que par un travail de concertation et d'harmonisation de pratiques ISR encore au stade de l'enfance. Novethic, se lance dans l'exercice dès sa création officielle en septembre 2001 en prenant pour objet les fonds actions ISR ouverts commercialisés sur le marché français. Au niveau européen, l'Eurosif semble à priori avoir amorcé un pas dans cette direction en 2004 avec la sortie de son code de transparence<sup>409</sup>.

---

favorisant l'environnement à certains fonds ISR de Dexia AM. Il s'agit du premier éco-label à récompenser des fonds d'investissements.

<sup>409</sup> Nous ne traiterons pas ici du dispositif de labellisation mis en place par le CIES en France car il ne porte pas strictement sur la dimension ISR même s'il a pour vocation d'offrir un élément de jugement aux organisations syndicales et aux salariés.

## **2) Historiques et fonctionnements des dispositifs mis en place**<sup>410</sup>

Comme cela a été déjà souligné dans le chapitre I, Novethic et Eurosif ne sont pas des structures répondant au même mode de fonctionnement. Novethic est une société privée dépendant d'un actionnaire unique d'obédience publique : l'Etablissement public Caisse des Dépôts. Les fonctions principales fixées par cet actionnaire sont, certes que Novethic serve au développement en interne de l'établissement Caisse des Dépôts, des thématiques de la RSE, du développement durable et de l'ISR, mais aussi qu'elle contribue dans l'optique de la diffusion et de la promotion de ces nouveaux concepts et mouvements à l'amélioration de l'information et de la connaissance sur ces différents champs. L'objectif de l'actionnaire est ici, à travers l'action de cette filiale, d'honorer sa mission d'intérêt général qui lui est confiée par l'Etat français tout en construisant sa propre légitimité sur ses thématiques montantes.

L'Eurosif, structure créée au début des années 2000 et financée en grande partie par des subventions de la Direction Générale de l'Emploi et des Affaires Sociales à la Commission européenne, a pour mission de promouvoir l'ISR au niveau européen notamment par le lobbying politique et de soutenir l'harmonisation européenne des différentes initiatives ISR entreprises dans chaque pays. Organisation non lucrative aux moyens financiers et humains réduits, elle a pour vocation de constituer un véritable forum hybride réunissant les différents acteurs impliqués dans le champ de l'ISR et de coordonner l'action des différents forums présents dans chaque pays sur l'ISR.

---

<sup>410</sup> Les éléments de description et d'analyse seront dans les deux sous parties suivantes plus abondants et précis sur le cas de Novethic dont j'ai pu observé de très près le dispositif de jugement en raison de mon implication dans sa création et son déploiement. Même si l'exemple de l'Eurosif pourra paraître plus pauvre, il me semblait important de pouvoir confronter ces deux cas de figure l'un prenant pour objet l'univers des fonds ISR commercialisés en France et l'autre celui des fonds européens.

### **A) L'initiative de Novethic : équiper les consommateurs et les professionnels**

Novethic se lance dès sa création à la fin de l'année 2001 dans la mise en place d'un dispositif de connaissance et de jugement sur la dimension extra-financière des fonds ISR. Ce dispositif est un des grands axes de développement du site Internet, qui propose aussi à l'époque des éléments d'analyse et d'évaluation sur les entreprises. L'idée de départ est de fournir un outil de comparaison et d'évaluation des fonds ISR aux internautes pour les aider à faire éventuellement leur choix d'un produit ISR. Novethic entre ainsi dans un partenariat en ligne avec Vega Finance, une structure dont les services permettent la souscription en ligne à certains produits financiers. L'internaute souhaitant souscrire à un produit ISR qu'il juge correspondre à ses attentes peut alors d'un clic accéder à l'interface du site Vega Finance et procéder à une souscription.

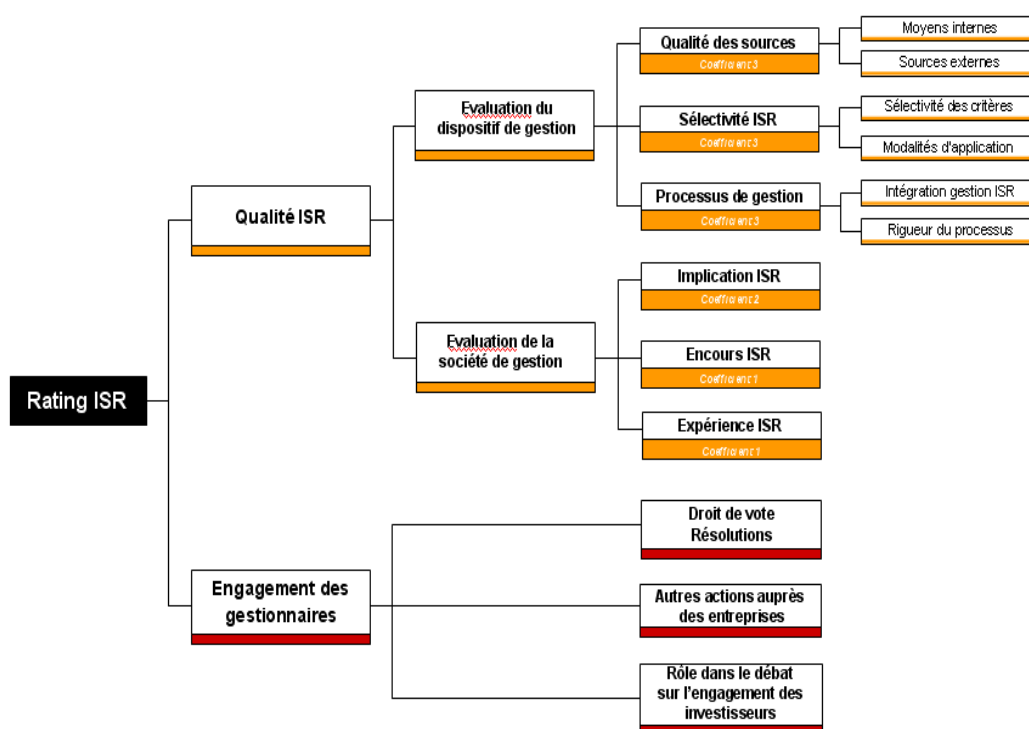
Le dispositif de jugement est doté du nom de « Plus Value Ethique » en référence directe au terme de « plus value financière ». Cette « Plus Value Ethique » se décompose en 4 niveaux de notation, traduits picturalement par une barre de trois carrés, une barre vide signifiant un zéro de plus value éthique et une barre pleine, le niveau 3, niveau maximum de plus value éthique. Une fiche descriptive du fonds ISR complète cette notation. Deux grands niveaux d'informations sont proposées aux lecteurs du site dans ces fiches: des éléments sur le process de gestion ISR centrés sur la question du filtrage (fournisseurs d'information extra-financière, thèmes extra-financiers privilégiés) et des éléments plus transversaux portant sur l'exercice du droit de vote, le dialogue auprès des souscripteurs ou encore l'implication de la société de gestion dans l'ISR. Les éléments de connaissance récoltés auprès des sociétés de gestion par le pôle journalistique de Novethic permettent d'établir un classement général de la qualité extra-financière des différents produits de l'offre ISR mis en place par les différentes sociétés de gestion. Ce classement relève plus au départ d'une appréciation subjective se concentrant sur des éléments parfois disparates que d'un travail d'évaluation systématique autour d'un référentiel de critères très précis.

Lors de l'été 2001, la direction de Novethic prend la décision de compléter ce premier dispositif de connaissance et de jugement ouvert à l'ensemble des internautes naviguant sur le site de Novethic par un dispositif de jugement dont les principaux destinataires seraient les professionnels de la gestion et les investisseurs institutionnels. Cette clientèle étant jugée comme plus exigeante, un travail de sophistication du dispositif de jugement est entamé.

Il est à noter que le dispositif de jugement imaginé ne porte pas directement sur la question de la composition finale des portefeuilles ISR. Il se place plutôt en amont de cette question puisque son objectif de départ est d'arriver à recenser, à comparer et in fine évaluer des pratiques de gestion ISR très hétérogènes selon les sociétés de gestion. La différenciation extra-financière des portefeuilles ISR n'est pas alors abordée frontalement dans ce dispositif de jugement dont la vocation définie initialement est plus d'observer les pratiques de gestion ISR et leur déploiement que leur résultat final concret.

Un référentiel précis des critères à évaluer de façon systématique est mis en place ainsi qu'un référentiel de notes correspondantes. Le référentiel se divise en une grande sous partie et deux sous parties complémentaires.

### Méthodologie détaillée du Rating ISR Synthèse graphique



Première méthodologie d'évaluation des fonds ISR construite par Novethic

La première partie porte sur l'évaluation de « la qualité ISR » du fonds proposé. Concrètement il s'agit d'évaluer d'une part le dispositif de gestion et d'autre part la société de gestion. Le dispositif de gestion est jugé à travers l'évaluation de trois sous critères : les sources d'informations internes et externes, le degré de sélectivité du process de gestion, la rigueur du process et l'articulation des arbitrages extra-financiers et financiers. Le critère dit

de « la sélectivité ISR » est celui qui se rapproche le plus de la question de la différenciation financière des portefeuilles ISR. L'idée ici est d'arriver à comparer, malgré l'hétérogénéité des pratiques de gestion ISR, le degré d'exigence des filtres extra-financiers déployés dans les process de gestion ISR sans pour autant entrer dans le détail de la composition du portefeuille. L'évaluation de la société de gestion porte elle-même sur trois sous critères : implication générale dans l'ISR, niveau des encours financiers en ISR et expérience en la matière.

Chaque sous critère fait l'objet d'une notation, qui selon son coefficient compte plus ou moins fortement dans le score final attribué au fonds. Les critères portant sur l'évaluation du dispositif de gestion ont un poids beaucoup plus conséquent que ceux portant sur la société de gestion. La note finale se traduit par un système de classement par lettre décomposé en aaa, aa, a et bbb s'inspirant de loin de la nomenclature de notation privilégiée dans la notation financière crédit. La note aaa étant la meilleure et la bbb, la plus mauvaise.

Les deux orientations supplémentaires portent sur le degré d'engagement des gestionnaires et le degré de dialogue avec les souscripteurs. Le degré d'engagement porte sur la mise en place de l'exercice du droit de vote et d'un dialogue avec les entreprises sur les thématiques extra-financières. Le critère « dialogue avec les souscripteurs » a pour objectif de porter une appréciation sur l'effort de communication fait par la société de gestion ou son réseau bancaire d'appartenance auprès des souscripteurs ainsi que sur sa volonté de les consulter et de les faire participer au process de gestion ISR. L'évaluation de ces deux dimensions se présente concrètement sous formes d'étoiles. L'obtention de deux étoiles équivaut au niveau maximum d'exigence sur ce critère ; ne pas avoir d'étoiles, au niveau minimal.

Novethic, pour ce nouveau dispositif de jugement délaisse la nomenclature de « plus value éthique » pour adopter celle de « rating ISR » qui la rapproche ainsi sémantiquement du travail effectué par les agences d'analyse et d'évaluation extra-financière sur les entreprises et notamment d'ARESE, dont l'utilisation du terme rating a déjà été évoquée dans le chapitre IV. Le déploiement de ce référentiel de jugement est rendu possible par la passation d'un questionnaire auprès des sociétés de gestion commercialisant des fonds ISR sur le marché français. Les interrogations du questionnaire vise à nourrir directement la trame du référentiel de jugement même si des questions plus transversales sont aussi abordées pour mieux saisir l'offre ISR mis en place.

L'abonnement au dispositif de jugement, par la fixation d'un prix relativement élevé, ne vise pas la clientèle des particuliers mais bien celle des professionnels et des investisseurs institutionnels. Ces derniers s'ils s'abonnent ont accès trimestriellement à la note principale



des fonds et à leurs deux notes complémentaires, aux notes données à certains critères et sous critères ainsi qu'à une présentation détaillée de la méthodologie de notation.

Sur le site Internet, le système de « la plus value éthique » demeure mais connaît de fortes évolutions. Les fiches descriptives des fonds sont révisées à l'aune des informations systématiquement collectées par le biais du questionnaire construit pour renseigner le nouveau référentiel d'évaluation. Une part traite toujours de la mise en place du process de gestion ISR avec un accent sur les sources d'informations internes et externes, le déploiement du process de gestion et son contrôle. Le contenu de la seconde partie est toujours assez hétéroclite: il est question du positionnement de la société de gestion sur l'ISR, de son degré d'engagement auprès des entreprises et de son degré de dialogue des souscripteurs.

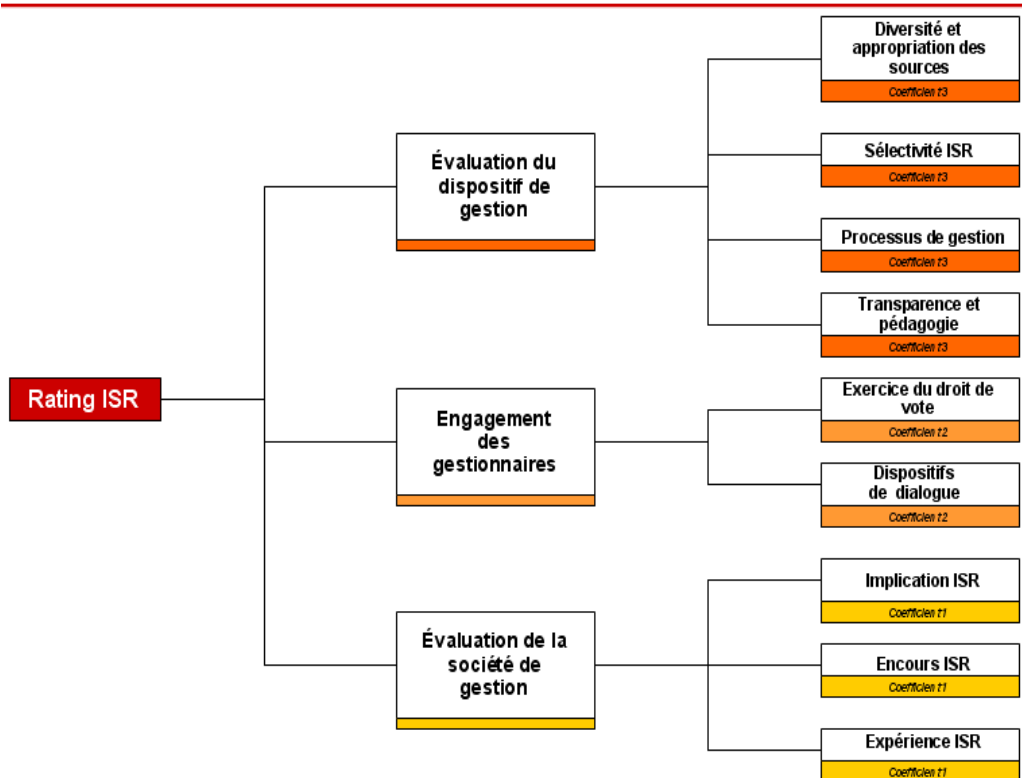
L'attribution de la plus value éthique se met à dépendre strictement des notes attribuées par le rating ISR. Un système d'équivalence de note est mis en place. Un fond ne peut atteindre la note maximale de trois que s'il cumule une note de « aaa » ou de « aa » avec au moins une étoile sur un des deux critères complémentaires. Le système de souscription en ligne à l'offre de fonds ISR est abandonné car il ne récolte par le succès escompté auprès des visiteurs du site.

En 2004, après un fonctionnement d'environ deux ans du rating ISR des fonds, l'équipe de Novethic fait le choix de procéder à une réactualisation de sa méthodologie d'évaluation des fonds ISR compte tenu de certaines faiblesses de fonctionnement mises à jour et de l'évolution des pratiques dans le champ de l'ISR rendant le système d'évaluation en partie obsolète.

Sur la forme, le système de notation subit une refonte car il est jugé trop complexe à manier : une échelle unique de notation en 6 notes (aaa, aa, a, b, bb, bbb), se référant encore plus directement au système de la notation crédit, est adoptée.

## Méthodologie détaillée du Rating ISR

### Synthèse graphique



Deuxième méthodologie d'évaluation des fonds ISR construite par Novethic

Cette refonte de la forme correspond à une refonte du système d'évaluation sur le fond. Les critères d'engagement des gestionnaires et de degré de dialogue avec les souscripteurs, jusque là séparés de la note globale, y sont, cette fois-ci, intégrés sous des formes un peu différentes. La question du dialogue avec les souscripteurs est intégrée à l'évaluation du dispositif de gestion sous la forme d'un critère dénommé « transparence et pédagogie » portant à la fois sur les efforts de dévoilement des process de gestion ISR et sur la capacité des sociétés de gestion à communiquer cette information aux souscripteurs actuels et potentiels du fonds.

Ce critère, avec celui de la sélectivité, pose de façon indirecte la question de la différenciation extra-financière des portefeuilles ISR. En effet, une des interrogations porte sur la capacité de la société de gestion à rendre des comptes et à expliciter ses choix de sélection d'entreprises en fonction des critères financiers et extra-financiers. « Transparence et pédagogie » devient le quatrième critère d'évaluation du grand sous-ensemble portant sur l'évaluation du dispositif de gestion qui comprend, par ailleurs, un critère sur les sources

d'information extra-financière, un deuxième sur le degré de sélectivité du fonds et un troisième sur le contrôle et l'articulation entre dimension financière et extra-financière.

La dimension de l'engagement devient une orientation à part entière du dispositif de jugement. Cette partie porte sur l'évaluation de l'exercice du droit de vote par la société de gestion et de son engagement auprès des entreprises sur les thématiques extra-financières. Les conditions de l'évaluation se sont durcies sur ce critère en raison de certaines évolutions réglementaires. L'article 66 de la loi de Sécurité Financière de juillet 2003 qui impose aux sociétés de gestion de rendre des comptes sur leur pratique de vote en assemblées générales d'actionnaire ainsi que la diffusion du code de transparence de l'Eurosif convainquent alors les rédacteurs de la méthodologie d'évaluation de Novethic d'adopter une échelle de notation plus exigeante et de donner plus d'importance à cette dimension de l'engagement.

Le troisième grand axe d'évaluation, qui a été détaché par rapport à la version précédente de la partie « évaluation du dispositif de gestion », porte sur une évaluation de la société de gestion en terme d'implication, d'encours et d'expérience sur l'ISR.

Les abonnés du dispositif de jugement ont accès aux mêmes niveaux de données que précédemment et à la nouvelle version de la méthodologie d'évaluation.

Le dispositif de jugement affiché sur le site Internet connaît lui aussi de fortes modifications. La nomenclature de la plus value éthique est abandonnée au profit du terme « Evaluation ISR ». Le système de notation en trois échelles traduit par un système de brique est aussi abandonné au profit de la mise en ligne des notations créées au départ pour la clientèle professionnelle et institutionnelle. Les fonds sont donc notés de « aaa » à « bbb » sur une échelle à 6 niveaux. Une version synthétique de la méthodologie d'évaluation, jusque là réservée aux abonnés du dispositif de jugement, est en ligne<sup>411</sup>. Il y a donc une parfaite correspondance entre les deux dispositifs de jugement. Les textes descriptifs sont réactualisés selon les nouvelles données récoltées lors de la période de l'évaluation par questionnaire et par entretiens.

### **B) L'initiative de l'Eurosif : améliorer la transparence sur le marché européen de l'ISR**

L'initiative du code de transparence de l'Eurosif s'appuie historiquement, elle, sur une première expérience initiée par le Forum de l'investissement socialement responsable néerlandais. En 2002, celui-ci édicte des lignes de conduite de transparence pour les fonds

---

<sup>411</sup> <http://www.novethic.fr>

ISR. Les sociétés de gestion qui adhèrent volontairement et spontanément à ce code doivent se soumettre à une série d'exigence vis-à-vis de leurs clients présents et potentiels. Elles doivent mettre à leur disposition des éléments sur leurs pratiques ISR selon les modalités définies par le forum néerlandais.

Les lignes de conduite définies sont au nombre de quatorze. Elles portent dans leur grande majorité sur la question de la composition du portefeuille et de la correspondance entre les lignes de conduite officielles de la société de gestion et leur déploiement concret lors du choix de sélection des entreprises. Le premier principe du guide de transparence demande ainsi aux sociétés de gestion de dévoiler l'ensemble des valeurs d'entreprises dans lequel le fonds investit et en quelle proportion d'encours<sup>412</sup>. Le Forum néerlandais a pour objectif global d'emmener les sociétés de gestion adhérentes à l'explicitation transparente de leur choix de sélection financière selon les arbitrages financiers et extra-financiers. Des éléments précis sont aussi demandés sur les conditions d'admission et d'exclusion des entreprises. D'autres lignes de conduites portent sur l'orientation générale ISR choisie par la société de gestion pour gérer ces fonds : exclusion, approche « *best in class* ». Le texte insiste aussi fortement sur la nécessité pour la société de gestion de rendre des comptes à ses clients sur ses différentes dimensions. Le forum néerlandais s'engage, sans rémunération, à procéder à l'évaluation au moins annuelle des réponses fournies par les sociétés de gestion, adhérentes volontaires du Code.

Les membres de l'Eurosif s'emparent très rapidement de l'initiative du Forum néerlandais. Soucieux de répondre à la demande de la commission européenne<sup>413</sup> de contribuer à la transparence du champ ISR, le document produit par le forum néerlandais est pris comme base de travail dans l'objectif de produire un code de transparence pour les fonds ouverts aux particuliers, pouvant être applicable à l'ensemble des initiatives ISR sur le continent européen.

La structure décide alors de lancer une consultation internationale pour arriver à un consensus sur le contenu du futur code, consensus nécessaire à trouver pour asseoir la légitimité de la démarche. Dans le document de lancement de la consultation, l'Eurosif livre un argumentaire revenant sur la nécessité de la création d'un tel code. Pour les auteurs du document, il existe en premier lieu un enjeu de réputation pour l'ISR. Ils lient ici cette réputation à la capacité de transparence déployée par les sociétés de gestion commercialisant

---

<sup>412</sup> The Guidelines: 1. The investment fund will provide its clients with information about the makeup of its portfolio; that is, all the companies in which it invests and to what amount.

<sup>413</sup> Document de travail Eurosif, 2003, « Consultation on Eurosif Transparency Guide Lines for retail social and responsible funds », janvier 2003, eurosif.org

des fonds ISR car ils représentent la partie la plus visible du champ de l'ISR. Selon les auteurs, si les professionnels de l'ISR appliquent les principes d'un tel code, ils pourraient contribuer à abattre les critiques portant essentiellement sur le manque de transparence général des acteurs de l'ISR. Par ailleurs, cet effort pourrait aussi avoir des conséquences positives pour les professionnels de la gestion ISR. En donnant l'exemple de la transparence, ils pourraient en exiger plus des entreprises et des parties prenantes. Etre transparent sur leur offre pourrait aussi leur permettre de mieux connaître en retour les véritables attentes des investisseurs. Finalement, le succès d'un tel code offrirait une publicité positive au champ de l'ISR auprès des médias et de l'opinion publique qui se feraient positivement l'écho d'une telle initiative.

La consultation s'ouvre en 2003 à partir d'une version 1 du Code de Transparence de l'Eurosif. Cette première version, composé de 11 sections, adopte un ton beaucoup moins prescriptif que celui du Forum néerlandais. La diversité des approches de l'ISR est prise en compte par l'ajout de sections sur la pratique de l'engagement actionnarial auprès des entreprises et l'exercice du droit de vote. Même si la question de la composition du portefeuille apparaît moins centrale que dans le texte de référence, une section entière demeure intitulée « Les signataires doivent donner de l'information sur la composition du portefeuille » reprenant les interrogations sur les valeurs en portefeuilles et sur l'encours qu'elles peuvent représenter. Une autre section pose des questions très précises sur la façon dont les sociétés de gestion communiquent et rendre des comptes à leurs clients. Le texte n'offre en revanche pas d'éléments sur les modalités de contrôle des déclarations des sociétés de gestion adhérentes au code. Il suggère aussi l'idée qu'une société de gestion adhérente pourrait ne pas répondre à l'ensemble des questions et exigences du code du moment qu'elle fournit une justification à son choix.

Cette première version est soumise à la consultation des membres de l'Eurosif, des membres des organisations nationales ainsi que de toutes parties prenantes souhaitant s'exprimer sur le sujet. La consultation aboutit à une seconde version. De 11 sections, le documents passe à 7 sections. La section sur la composition du portefeuille est retirée. Une seule question porte sur ce volet dans la section 1 consacrée aux grandes généralités sur le fonds. De plus, cette question devient optionnelle. La section sur la communication est raccourcie. Les autres sections déjà présentes dans la première version sont conservées mais avec des remaniements de forme.

Cette deuxième version est soumise à l'approbation des membres de l'Eurosif et du conseil de surveillance de cette structure. Une troisième version, cette fois ci finale du

document, constitue le résultat de l'ensemble du processus de consultation. Comme pour les deux versions précédentes, si la plupart des grandes catégories d'exigences ne sont modifiées qu'à la marge avec des fusions de sections, il semble encore que la question de la composition du portefeuille ait fait l'objet de débats et d'un nouveau compromis. Elle est réintroduite dans une nouvelle section 7 dénommée « activités récurrentes » qui suggère aux sociétés de gestion d'être transparentes sur les valeurs en portefeuilles, sur les raisons des désinvestissements ISR sur l'année mais aussi de rendre des comptes sur leurs pratiques d'engagement actionnarial et d'exercice du droit de vote. Le principe de déléguer le travail de contrôle aux forums pour l'investissement socialement responsable locaux est maintenu. L'hypothèse est faite que les sociétés de gestion signataires du Code seront vertueuses. Leur engagement s'accompagnera d'une mise à disposition des réponses exigées par le Code. Les réponses données seront conformes aux pratiques réelles des sociétés de gestion.

### **C) Une tentative de comparaison des deux initiatives**

Le travail de Novethic est tourné vers la production d'un classement des fonds ISR selon un référentiel de jugement privé créé en interne par les salariés de Novethic. L'information recueillie auprès des sociétés de gestion n'est pas diffusée telle quelle sous sa forme brute. Elle est travaillée à la fois pour offrir des éléments de connaissance comparables de fonds à fonds et pour produire le jugement de l'organisation Novethic sur les démarches des fonds ISR commercialisés en France. L'information est donc triée, simplifiée et présentée sous un certain angle à des catégories différenciées d'utilisateurs potentiels de ce double dispositif.

Le dispositif mis en place par l'Eurosif est né d'un consensus entre différents groupes d'acteurs : sociétés de gestion, agences d'analyse et de notation extra-financières, syndicats, ONG, salariés de l'Eurosif et FIR locaux qui portent chacun les intérêts de leur groupe d'appartenance. Tous ces acteurs n'ont pas forcément le même pouvoir dans le processus d'atteinte d'un consensus entre les différents groupes. Le succès du Code de Transparence de l'Eurosif dépendant fortement du degré d'adhésion des professionnels de la gestion, l'opinion de ces derniers sur le contenu du texte a pu être décisif.

En vue des premières réponses consultées sur le site Internet de l'Eurosif et analysées dans la partie précédente, le dispositif permet d'offrir à l'heure actuelle aux lecteurs une information brute produite ou non expressément par la société de gestion pour répondre aux exigences du code. Les réponses données, même si elles sont vecteurs au cas par cas de

transparence ajoutée, ne sont donc pas analysées, comparées et à terme évaluées. Elles donnent strictement le point de vue des sociétés de gestion sur leurs propres pratiques même si ce point de vue est modelé par le travail réalisé en amont par les salariés de l'Eurosif de catégorisation de ces grandes pratiques et d'introduction de la nécessité de la transparence. Toutefois, pour pouvoir être assimilé à un dispositif de jugement, il aurait été nécessaire que ce dispositif mette en place des acteurs ayant la charge de reformuler et d'évaluer cette information selon un référentiel de jugement stabilisé. A l'heure actuelle, le fonctionnement du « Code de Transparence » de l'Eurosif ressemble plus à celui d'un Guide Michelin dont la fonction serait de rassembler l'ensemble des menus proposés par tous les restaurants de France et non pas d'évaluer sur le terrain les prestations offertes en pratique par chacun de ces restaurants. Dans le champ de l'ISR, il s'agit déjà d'une première étape non négligeable mais du point de vue de l'interprétation sociologique, l'initiative de l'Eurosif ne peut être considérée comme un dispositif de jugement à part entière.

In fine, la transformation de ce code en dispositif de jugement semble devoir dépendre de l'orientation prise par les forums nationaux. Le forum néerlandais qui a initié le mouvement paraît poursuivre ce dessein puisqu'ils ont fait le choix de prendre en charge le processus de vérification de leurs propres principes de transparence. Les quelques sociétés de gestion britanniques, qui ont regroupé leurs réponses au Code de transparence, paraissent aussi sensibles à cet enjeu. Une association professionnelle de conseillers en investissement éthique, *The Ethical Investment Association*<sup>414</sup> vient de se voir attribuer une bourse par une fondation pour procéder à une analyse et une évaluation des réponses afin de faciliter le jugement des conseillers en investissement et autres utilisateurs sur les fonds ISR<sup>415</sup>. En revanche, l'AFG et le FIR, les principaux acteurs impliqués sur l'initiative en France n'ont pas pris de position sur ce sujet. La vérification de la conformité est laissée aux sociétés de gestion elles-mêmes. On ne sort donc guère ici de la boutique marchande même si un effort est fait pour exposer en vitrine les fonds ISR.

Aujourd'hui en France, nous faisons l'hypothèse que seul le travail mis en place par Novethic correspond strictement aux grandes catégories d'identification du concept de dispositif de jugement. Il convient ici dès lors de s'intéresser à l'articulation de sa face organisationnelle à sa face marchande et à la construction progressive d'un certain degré de confiance autour de ce dispositif.

---

<sup>414</sup> <http://www.ethicalinvestment.org.uk/>

<sup>415</sup> <http://www.uksif.org>

### **3) Le dispositif de jugement de Novethic : la fragile institutionnalisation d'un référentiel de jugement privé**

Les entrepreneurs institutionnels<sup>416</sup> qui ont pris successivement la tête d'une structure comme ARESE devenu Vigeo ont fait le choix de construire leur modèle économique sur la production d'un dispositif de jugement sur le degré de responsabilité sociale des entreprises. Les entrepreneurs institutionnels à la tête de Novethic, ont fait le choix de construire, en partie, leur légitimité d'observateur du développement durable, sur l'expertise de l'organisation en matière d'investissement socialement responsable.

Or comme le remarque Gond dans son étude de cas sur ARESE<sup>417</sup>, la mise en place d'un dispositif de jugement entraînent l'articulation de deux faces de l'organisation : sa face marchande et sa face organisationnelle. Son travail de recherche démontre que la face organisationnelle a eu une influence non négligeable dans la légitimation, si ce n'est dans le succès marchand, des services d'évaluation mis en place par ARESE. Or ce travail organisationnel est décrit en grande partie par l'auteur comme un travail de légitimation constante auprès des cibles à évaluer, les entreprises, des clients achetant les évaluations, les investisseurs et des médias et autres observateurs professionnels chargés de produire de l'analyse sur la structuration de cette offre. Nous aimerions ici explorer ces hypothèses dans le cas de Novethic et de son dispositif de jugement sur les fonds ISR.

#### **A) Acquérir une légitimité auprès des publics évalués**

Obtenir l'adhésion des cibles évaluées par le dispositif de jugement a constitué et constitue pour les salariés de Novethic un travail de longue haleine mais essentiel au déploiement optimal de son dispositif de jugement. En effet, à la différence du critique culinaire dont l'évaluation repose finalement sur le contenu de son assiette et sur

---

<sup>416</sup> Les industries en voie d'émergence en raison de leur nouveauté manquent souvent de légitimité notamment en raison du flou informationnel qui les entoure. Pour que la nouvelle industrie arrive à s'implanter, des acteurs agissent de manière à légitimer cette industrie émergente. Ces personnes et ces organisations agissent alors comme des entrepreneurs institutionnels, c'est-à-dire des acteurs qui créent les normes techniques et cognitives, des prescriptions sur les comportements à adopter conformes à leurs propres identités et leurs propres intérêts. Par cette action, ils se légitiment eux même en tant que pourvoyeur de standards et participent à la légitimation du champ dans lequel ils opèrent. (Note chapitre I)

Source: Dejean, F, Gond, J.P., Leca, B « Measuring the unmeasured : an institutional entrepreneur strategy in an emerging industry », *Human Relations*

<sup>417</sup> Gond, J-P, 2003, op cit.



l'environnement concret dans lequel il se situe, l'évaluateur de la qualité des pratiques de gestion ISR mis en place par une société de gestion pour gérer son offre ISR, est essentiellement confronté à une information littéraire immatérielle qui ne peut faire l'objet d'une vérification immédiate. Sa situation est aussi différente d'une structure chargée de construire des classements sur l'efficacité financière des fonds. La donnée sur la performance financière, même si elle peut être imparfaite, est identifiée, construite et disponible pour un nombre très élevé de fonds. Le travail d'identification des pratiques de gestion ISR, lui, reste encore largement à construire. L'évaluateur, même s'il tente de pallier ces faiblesses inhérentes à la matière traitée par des techniques de recoupement de l'information, d'obtention de preuves concrètes et de création de ses propres règles d'identification, doit alors, s'il veut avancer, entrer dans une relation de confiance avec les sociétés de gestion dont les fonds ISR vont être évalués.

Celles-ci doivent lui accorder un premier degré minimum de confiance. Sans celui-ci, la société de gestion, tenue par aucune obligation réglementaire, peut refuser à Novethic les informations qui lui sont nécessaires pour procéder à l'évaluation. Si un nombre trop grand de sociétés de gestion refusent de se prêter au jeu, le dispositif de jugement perd de sa légitimité car il pourrait concerner un pan trop limité de la réalité qu'il se donne la vocation de décrire. La direction de Novethic a donc passé, notamment depuis la création en 2002 du dispositif destinés à la clientèle professionnelle et institutionnelle, un temps non négligeable à présenter l'approche à l'ensemble des sociétés de gestion potentiellement concernées. A la manière de la direction d'ARESE et de ses analystes qui ont engagé beaucoup d'énergie dans un travail d'explicitation et de conviction auprès des entreprises, Novethic a procédé de manière similaire avec les sociétés de gestion.

Ce travail de conviction a pris essentiellement deux voies. Il s'agit à la fois de ne pas effrayer les candidats à l'évaluation par une approche trop sévère ou encore marquée par une approche partisane ou idéologique trop tranchée et de leur faire la démonstration du sérieux de la démarche entamée.

Sur le premier point, la position officielle et pragmatique de Novethic est de ne pas se poser en juge des pratiques des sociétés de gestion mais dans celle d'un observateur neutre soucieux d'instaurer un dialogue avec les sociétés de gestion afin de participer à l'amélioration des pratiques de l'ensemble des acteurs ISR. C'est pourquoi sa direction a toujours refusé d'adopter un fonctionnement en terme de label et d'appellation. En effet, elle a toujours estimé qu'elle ne pouvait se poser, notamment en raison de son positionnement

institutionnel<sup>418</sup>, dans une fonction de juge décidant quel produit ISR mérite une labellisation. La création d'un label ou d'une appellation nécessiterait de son point de vue un travail approfondi de consultations de différents groupes d'intérêt et l'implication des autorités réglementaires financières et d'instances reconnues de normalisation. Le système de classement selon un référentiel tendant à la prise en compte équitable de la diversité des pratiques ISR en place constitue une solution mixte. Cette solution permet à la fois de prendre en compte tout fonds se réclamant officiellement de l'approche ISR sans jugement à priori tout en offrant un outil d'évaluation permettant de positionner l'ensemble des fonds évalués.

Le choix de cette structuration spécifique du dispositif de jugement est doublé d'un souci fort sur les conditions de passation et de réception de l'analyse par les sociétés de gestion. Pendant le processus d'analyse, les sociétés de gestion, qui le souhaitent, peuvent entrer en contact direct avec l'équipe responsable du déploiement du dispositif. Avant toute sortie publique, la société de gestion est informée de son évaluation. Si la société de gestion le désire, elle peut bénéficier d'un commentaire oral et gratuit sur cette évaluation<sup>419</sup> et défendre son point de vue. Elle est par ailleurs invitée à faire connaître à Novethic toutes les avancées qui pourraient faire évoluer son appréciation d'un trimestre à l'autre.

Le déploiement du dispositif de jugement de Novethic a donc été rendu possible par la volonté d'instaurer un degré minimum de confiance avec les sociétés de gestion par le dialogue avec un nombre toujours plus important de société de gestion. Ce dialogue passe aussi par d'autres activités menées par les salariés de Novethic sur l'ISR qui leur permettent de bénéficier de plusieurs statuts auprès des sociétés de gestion<sup>420</sup>.

Le second point consiste à convaincre les sociétés de gestion du sérieux de la démarche entamée. Les voies empruntées progressivement par Novethic pour y arriver sont la mise en place d'une démarche sérieuse et l'adoption d'une transparence maximale sur cette démarche.

Novethic, à l'instar d'ARESE fonctionne lors de sa création sur le modèle de la start-up. Jean-Pierre Sicard, cadre de la Caisse des dépôts et consignations, porte le projet, en

---

<sup>418</sup> Novethic est financée à 100% par l'Etablissement Caisse des Dépôts, qui fait partie du groupe Caisse des Dépôts, un des plus grands groupes financiers français. En 2002, une des activités du groupe CDC est la gestion d'actifs par la voie de sa filiale CDC Ixis AM. Cette activité a été cédée dans le courant 2004 au Groupe Caisses d'Epargne qui reste néanmoins un partenaire privilégié. Le groupe Caisse des dépôts est un acteur majeur du paysage financier français.

<sup>419</sup> Avoir accès à son évaluation écrite rentre dans le cadre d'un abonnement annuel au dispositif de jugement.

<sup>420</sup> Novethic réalise parallèlement des études de quantification des encours ISR, des études sur les attentes des investisseurs institutionnels, organise et participe à de nombreux événements ayant rapport avec les domaines de la RSE, de l'ISR ou du développement durable.

pleine effervescence de la bulle Internet, d'un site Internet consacré aux thématiques montantes du développement durable, de la RSE et de l'ISR. Certains dirigeants de la Caisse des Dépôts appuient le projet. Comme celui d'ARESE, le modèle économique (financement par les commissions reversées lors de la mise en relation de l'offre et de la demande ISR et par les recettes publicitaires du site) reste assez aléatoire. Dès 2002, (année qui suit son lancement), Novethic constate l'échec de son modèle économique. Mais son actionnaire, la Caisse des dépôts, satisfaite de son succès en terme de notoriété et de son utilité pour promouvoir l'ISR décide de subventionner sa filiale pour qu'elle poursuive son activité.

D'une manière similaire à celle de Geneviève Féron, Jean-Pierre Sicard arrive donc au départ à convaincre les investisseurs (La Caisse des dépôts et deux de ses filiales) sur l'originalité du projet. Il s'entoure alors d'une équipe de jeunes salariés spécialisés dans l'informatique, le journalisme et le marketing mais qui comme les analystes d'ARESE débarquent sur un champ d'activité qu'ils ne connaissent pas vraiment. Leur chance ici est que ce champ d'activité soit aussi vierge qu'ils peuvent l'être eux-mêmes. Tout est à construire. Toutefois Novethic comme ARESE va vite se retrouver en contact avec des acteurs, qui s'ils ne sont pas à la pointe du développement durable, de la RSE et de l'ISR sont solidement installés dans leur propre champ. Or ces acteurs vont voir ces deux structures sans légitimité historique dans leur propre champ d'activité leur demander des comptes sur des domaines où ils ont parfois à peine conscience d'être positionnés : la RSE pour ARESE et les entreprises et l'ISR pour Novethic et les sociétés de gestion. Tout comme ARESE, Novethic, après quelques balbutiements et tâtonnements, arrive à mettre en place un référentiel d'évaluation cohérent et un questionnaire permettant de remplir ce référentiel.

Toutefois Novethic est dans une situation un peu différente de celle d'ARESE. Son dispositif de jugement au départ n'est pas payant et ne le devient que partiellement par la suite. Novethic peut ainsi plus aisément éviter un écueil que vont connaître beaucoup d'agence d'analyse et de notation extra-financières. La protection de son modèle économique ne peut lui servir de justification sérieuse à une certaine opacité sur les résultats de sa recherche vu que son modèle économique ne dépend pas de la vente de son dispositif de jugement mais plutôt de sa légitimité générale sur l'ensemble des sujets RSE, développement durable et ISR. Il lui est dès lors plus utile de diffuser largement son approche pour la faire connaître et la légitimer que d'en restreindre la diffusion pour protéger ses recettes commerciales.

Le référentiel d'évaluation est donc fourni dans son intégralité aux sociétés de gestion évaluées. Il est construit de manière à ce que chaque société de gestion puisse se situer

rapidement. Il tente de s'atteler de façon transparente, si ces derniers lui semblent pertinents, aux consensus qui émergent parfois timidement sur la qualification des pratiques de l'ISR. Il suit par exemple le CIES (comité intersyndical de l'Epargne salariale) sur l'idée que la diversité de l'information est une condition nécessaire pour élever le degré de qualité de l'information extra-financière. Par la suite, il suit le code de transparence de l'Eurosif sur l'idée de donner plus de place aux pratiques d'engagement actionnarial et d'exercice du droit de vote. Les changements et les évolutions connues par le dispositif de jugement sont à chaque fois explicitées. Novethic met par ailleurs en ligne de nombreux éléments d'évaluation et commente à l'oral son évaluation à toute société de gestion qui en émet le souhait.

Novethic se comporte de manière à la fois patiente et pugnace vis-à-vis des sociétés de gestion. Un incessant et important travail d'envoi et de relance e-mail, de courriers et de relance courriers, de coup de fils et de relances téléphoniques ont eu lieu durant les années 2002-2005 pour convaincre les sociétés de gestion de répondre au questionnaire ou d'améliorer et d'approfondir leurs réponses. De nombreux efforts ont été par ailleurs engagés dans le traitement de l'information fournie par les sociétés de gestion avec la volonté de donner l'évaluation la plus juste de chaque fonds ISR. Toutefois aucun fonds n'est évalué sans que ce questionnaire soit rempli. Cette attitude a pu aussi convaincre progressivement les acteurs du sérieux de la démarche.

Il serait bien sûr erroné d'affirmer que toutes les sociétés de gestion commercialisant des fonds ISR sur le marché français travaillent main dans la main avec Novethic afin de lui permettre la mise en place du dispositif de jugement le plus juste et de contribuer avec elle à amener le marché ISR vers des pratiques de gestion ISR toujours plus transparentes et ambitieuses. Comme le remarquent les analystes ISR dans le chapitre IV, les relations avec les entreprises sont hétérogènes. Elles peuvent être parfois cordiales et parfois houleuses. Certaines sociétés de gestion refusent toujours de se faire évaluer par Novethic. D'autres remettent en question le processus d'évaluation jugé trop lourd, les évaluations finales ou encore les évaluations de leurs concurrents. Certains, pas forcément d'accord avec l'évaluation donnée, argumentent de façon cordiale mais acérée pour la transformer preuves ou non à l'appui. D'autres se déclarent satisfaits de leur évaluation et prennent en considération les commentaires et le jugement émis pour progresser. Quelques-uns ne se manifestent jamais.

Toutefois, le nombre total d'évalués est plutôt en voie de progression que de régression. Novethic a moins besoin qu'auparavant de solliciter des sociétés de gestion qui

viennent de plus en plus spontanément se faire évaluer. Enfin, certaines d'entre elles quand les évaluations sont positives les font figurer sur leur brochure de présentation commerciale<sup>421</sup> utilisant ainsi le dispositif de jugement comme un argument commercial. La structure semble donc avoir en partie gagner le défi de la légitimation auprès des cibles à évaluer.



**B) Acquérir une légitimité auprès des médias généralistes et spécialisés et de l'opinion publique**

Novethic qui est à la fois un média et un centre de recherche est tout aussi à l'aise qu'ARESE au temps de Geneviève Féron avec l'outil médiatique. Gond démontre dans sa recherche que la judicieuse utilisation des médias par Geneviève Féron a beaucoup contribué

<sup>421</sup> BNP AM, Natexis AM ; Groupama AM (voir exemple de publicité ci-dessous)

à sa légitimité globale. De nombreux journalistes ayant fait de cette structure composée de moins de dix personnes, le grand juge des faits et gestes des entreprises, l'opinion publique a commencé à y croire ainsi que les cibles de l'évaluation, les entreprises et les clients, les investisseurs. Peut-on parler d'une situation similaire pour Novethic ?

Cette situation de bonne entente entre l'espace médiatique et ces nouvelles structures abordant ces nouvelles thématiques est peut-être encore plus accentuée chez Novethic. Novethic est en partie un média, média qui connaît à son échelle et vu son positionnement, un succès assez important<sup>422</sup>. Les journalistes, qui produisent une part des contenus du site font donc eux aussi partie de l'espace médiatique et l'animent. Les contenus journalistiques proposés peuvent être aussi repris par d'autres supports médiatiques contribuant à la légitimité générale de Novethic sur l'ensemble des thématiques traitées.

Une autre part, plus restreinte, du site est nourrie par des contenus produits par le pôle de recherche de Novethic. L'existence du site permet par exemple la mise en ligne gratuite de l'évaluation des fonds ISR accompagnée de fiches descriptives que tout journaliste peut consulter librement et rapidement. De nombreux autres contenus sur l'ISR (études/synthèses d'études) sont aussi consultables de façon gratuite.

Novethic procède aussi à un effort considérable pour établir de bonnes relations avec l'univers des médias. Un salarié de Novethic est spécialement dédié à la promotion des diverses activités d'études et de publications auprès de la presse électronique et papier. L'ensemble des salariés travaillant sur des études à vocation externe accorde une attention forte à la mission de répondre de façon adéquate aux requêtes des journalistes. Par exemple, périodiquement, Novethic communique volontairement sur le Rating ISR, ses résultats et ses éventuelles évolutions. En 2004, Novethic a bénéficié de plus de 500 retombées presses sur des supports presse diversifiés. A elle seule la thématique de l'ISR a engendré plus de 200 retombées presses traitant directement ou indirectement du travail de Novethic sur le champ de l'ISR.

L'organisation Novethic, si elle est loin d'être omniprésente et omnipotente, a su, en articulant une certaine dose de qualité de ses productions et une volonté de les vulgariser et de les diffuser de la façon la plus large, devenir une des sources de référence sur les champs de la RSE, de l'ISR et de la RSE. Cette présence médiatique forte sur un champ relativement étroit a par rétroaction peut-être permis de renforcer la légitimité du dispositif de jugement sur les fonds ISR, par la construction progressive d'une réputation d'expert du champ de l'ISR.

---

<sup>422</sup> En 2004, environ 600.000 visites ont eu lieu sur le site. Environ 15.000 personnes sont abonnées à la lettre électronique Novethic Info. 5 millions de pages ont été vues de puis sa création. Source interne Novethic.

### C) Acquérir une légitimité auprès des différents utilisateurs

La double face du dispositif de jugement des fonds ISR mis en place par Novethic oblige à emprunter deux perspectives différenciées sur cette question. Le dispositif de jugement a en premier lieu une face publique et gratuite. L'évaluation est mise en ligne sur le site Internet de Novethic. L'ensemble des internautes peut y avoir accès ainsi qu'à une synthèse de la méthodologie d'évaluation des fonds et à des fiches descriptives de chaque fonds ISR. Cette information est aussi reprise en partie dans le « Guide des placements éthiques » publié sous format papier par *Alternatives Economiques*. A l'heure actuelle, aucune étude n'a été réalisée sur l'utilisation de cette information par les lecteurs du site comme ceux du guide. Qui sont ces lecteurs ? Quel type d'utilisation ont-ils des évaluations mises à leur disposition ? Il est impossible de se prononcer ce qui empêche finalement de décrire comment et en quoi le dispositif de jugement facilite de façon pratique la rencontre entre une offre de produits ISR et la demande des particuliers.

La seconde face, cette fois-ci véritablement marchande du dispositif est l'abonnement au *Panorama des fonds ISR* qui permet l'accès à l'information aujourd'hui accessible sur le site mais aussi à des éléments plus synthétique de notation des différents critères, les fiches descriptives jouant ce rôle sur le site. Un commentaire synthétique sur la performance financière des fonds est aussi accessible dans ce document. A l'heure actuelle, le nombre d'abonnés est relativement restreint. Jusqu'ici la clientèle était majoritairement composée de professionnels de la gestion, évalués ou non par le dispositif de jugement. Le dispositif de jugement semble être alors utilisé pour procéder à une veille sur la concurrence ou comme outil de diagnostic interne pour la société de gestion pour renforcer ses orientations ISR sur tel ou tel point. Certains investisseurs institutionnels commencent à s'abonner au dispositif de jugement. Dans ce cas, il est possible de supposer que celui-ci parmi d'autres supports permet aux investisseurs de construire leur opinion sur l'offre ISR et ses différents produits.

Le dispositif de jugement mis en place par Novethic n'est pas comme celui mis en place par les agences d'analyse et de notation extra-financières strictement réservé à un public de professionnels de la Finance. Il est en grande partie accessible gratuitement sur le site Internet de la structure. Il peut donc potentiellement être utilisé par un public d'épargnants soucieux de se renseigner sur les produits ISR et désireux de procéder à un choix. De manière indirecte, la présence de Novethic et de ses analyses dans les médias peut concourir à une

plus grande connaissance de l'offre ISR par ces épargnants. Toutefois ces hypothèses aujourd'hui restent en l'état car aucune enquête de terrain ne permet de les valider.

S'il n'est pas strictement réservé à un public de professionnels, le dispositif de jugement de Novethic est assez fortement orienté vers cette catégorie d'acteurs. Les sociétés de gestion, qui sont à la fois les cibles du dispositif de jugement et une de ses principales utilisatrices avec les investisseurs institutionnels jouent aujourd'hui un rôle central dans la structuration du dispositif de jugement. C'est par l'observation de leurs pratiques et le dialogue avec ces structures que le dispositif de jugement a pu trouver sa pertinence de la même manière que celui d'ARESE et les entreprises si l'on suit Gond dans son analyse.

Novethic, occupant comme ARESE un positionnement d'entrepreneur amoral a eu une influence sur la définition des pratiques de gestion ISR et parfois peut-être sur leur orientation concrète. Novethic n'a jamais souhaité officiellement jouer un rôle de normalisateur du champ de l'ISR mais en raison de l'absence totale de mise en place d'un processus de qualification de l'ISR par les autorités publiques et les instances de normalisation, il semble parfois avoir occupé cette fonction pour une gestion d'actifs ISR certes innovante mais parfois peut-être en quête de repères. Le dispositif de jugement mis en place par Novethic a en premier lieu amené un nombre assez conséquent de sociétés de gestion opérant sur le marché français à être plus transparentes sur leurs pratiques si ce n'est sur le résultat final de ces dernières. Même si les créateurs du dispositif ont tenté de juger de façon égalitaire les différentes approches ISR mises en place, le déploiement d'un dispositif de ce type demande de prendre position et de trancher pour donner une vision pertinente de la réalité évaluée.

La notation pratiquée par le dispositif donne par exemple une prime aux sociétés de gestion qui diversifient leurs sources d'information c'est-à-dire qui procèdent à la fois à l'internalisation et à l'externalisation de la recherche. Une société de gestion ne pratiquant qu'une seule de ces options ne pourra pas prétendre à la notation maximale sur ce critère. Ce positionnement, qui suit en grande partie celui du CIES, peut avoir eu une influence à la marge sur certaines sociétés de gestion qui avait fait le choix de l'externalisation complète.

Plus largement, en défrichant et offrant une catégorisation générale des pratiques de gestion ISR, le dispositif de jugement peut participer à une échelle modeste à l'identification future des pratiques ISR adéquates par les autorités réglementaires et les instances de normalisation dont le rôle sera de donner les moyens à la consultation publique et au débat démocratique d'avoir lieu entre les différents groupes d'intérêts concernés directement ou indirectement par la thématique : professionnels de la gestion ISR, pouvoirs publics, experts du champs de l'ISR, syndicats, associations de consommateurs et instances de normalisation.



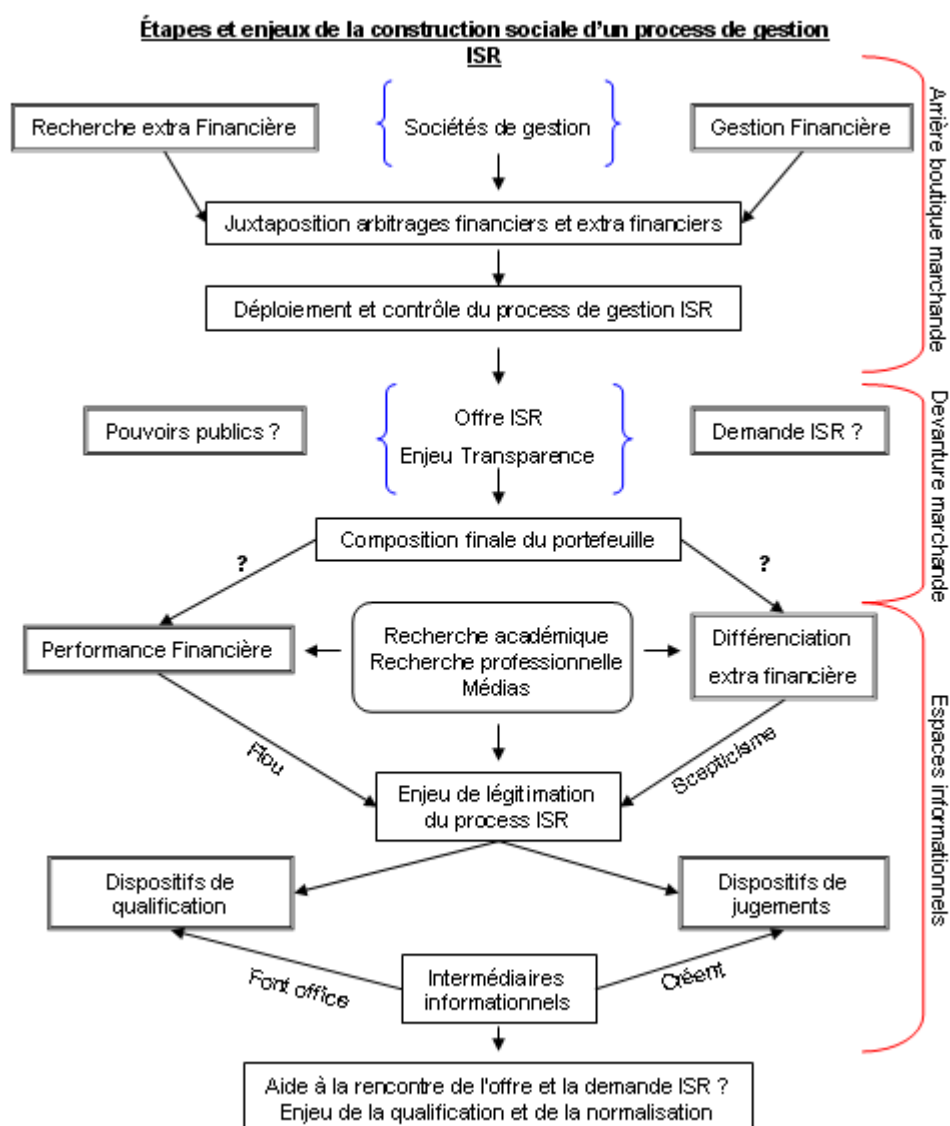
Le dispositif de jugement mis en place par Novethic et d'autres initiatives comme celle de l'Eurosif joue donc un rôle à la fois fragile mais primordial sur le champ de l'ISR. Elles poussent à leur manière ces acteurs du marché que constituent les représentants des sociétés de gestion à quitter leur confortable arrière-boutique marchande, pour dévoiler et expliciter les modalités de la construction de leur process de gestion ISR en les obligeant à emprunter des voies de catégorisations qui ne leur sont pas propres.

Ce premier effort de transparence portée à la fois de façon mineure par certaines sociétés de gestion et certains investisseurs institutionnels et de façon plus marquée par des groupes professionnels et des intermédiaires privés, entraîne inexorablement l'ensemble des acteurs à présenter aux investisseurs potentiels un aperçu à la fois attractif et honnête de ce qu'ils ont pu mettre en place en interne. Toutefois les professionnels de la gestion ISR ne semblent pas véritablement prêts à passer des débats théoriques et techniques sur les arbitrages à faire entre dimensions financières et extra-financières réservés finalement au champ des professionnels de la gestion d'actifs, pour entrer avec vigueur dans un débat sur la pertinence politique des approches développées avec leur réseaux de commerciaux, les clientèles potentielles, les pouvoirs publics et autres groupes de pression. Leur maturité et leur expertise sur cette discipline nouvelle ne sont peut être pas encore suffisantes pour se confronter à un débat contradictoire quand certaines questions sur les dimensions financières et extra-financières de l'approche restent complexes à traiter et en partie non résolues.

Ce n'est d'ailleurs peut-être pas conforme à leurs rôles et leur mode de fonctionnement. En effet, les acteurs des marchés ont, comme nous l'avons vu plus haut, une façon particulière de faire de la politique de manière réactive, désordonnée et parfois opportuniste. Il va donc peut-être véritablement falloir les faire sortir de leur antre mais encore faudrait-il trouver des candidats à l'exercice... Les médias et les observateurs professionnels jouent aujourd'hui de façon mineure ce rôle quand ils offrent des bilans justes de la situation actuelle et tentent de proposer des solutions pour faire progressivement avancer les choses.

Mais ces acteurs qui peuvent faire jouer ponctuellement l'outil médiatique n'ont ni le pouvoir réglementaire ni le pouvoir de l'argent qui pourrait amener à une confrontation plus rapide de l'offre et de la demande de la production politique que représente l'ISR. Or pour le moment les pouvoirs publics, les autorités réglementaires et les instances de normalisation restent sur la réserve. En France c'est peut être la clientèle et en premier lieu la clientèle institutionnelle qui est la plus à même d'impulser un véritable travail de qualification des

process de gestion ISR en définissant en premier lieu ses propres attentes vis-à-vis de l'ISR. Les acteurs des sociétés de gestion, qui sont avant tout des techniciens de la gestion et des fournisseurs de service pourront dès lors répondre à des attentes concrètes au lieu d'en anticiper les contours futurs. Pourront alors peut être commencer des travaux de recherche approfondis sur les grandes questions, qui comme nous venons de le voir dans ce chapitre agitent, et déstabilisent en partie l'industrie ISR : celle de la performance financière et de la différenciation extra-financière de ces approches. Par ailleurs, les dispositifs de contrôle des process de gestion ISR, décrit dans ce chapitre comme hétérogènes et pas toujours aboutis, pourraient se stabiliser et gagner en légitimité si l'engagement des investisseurs institutionnel sur les thématiques extra-financières s'élargissait et se doublait d'une volonté plus marquée de transparence.



Ce chapitre nous permet de mettre en avant plusieurs éléments de description et d'analyse concernant la construction sociale des process de gestion ISR.

La construction de ces process de gestion est essentiellement aux mains des acteurs des sociétés de gestion et en particulier dans celles des analystes ISR et des gérants d'actifs. Ces professionnels de la gestion, à partir de leur positionnement global sur la gestion financière et l'accès à une information extra-financière, procèdent à des arbitrages entre dimensions financières et extra-financières pour aboutir à la constitution officielle d'une philosophie et d'un process de gestion ISR.

A l'heure actuelle, les process de gestion ISR se caractérisent généralement plus par une juxtaposition que par une réelle intégration de la question extra-financière dans les techniques de gestion financière adoptées par chaque société de gestion. Un filtre extra-financier, généralement construit en interne, permet de déterminer un univers d'entreprises, plus ou moins acceptables du point de vue des exigences ISR, dans lequel le gérant d'actifs peut sélectionner à partir de techniques de sélection financières celles qui disposent des meilleurs profils financiers. Le positionnement de chaque société de gestion dans le métier de la gestion d'actifs a ici un impact non négligeable sur le contour final de l'offre ISR

Le déploiement de l'ensemble de ces étapes de gestion permet aux sociétés de gestion de disposer sur le marché d'une offre ISR donnée. Les process de gestion ISR passent de l'arrière boutique à celui de l'étalage marchand. Or, l'offre ISR qui comporte une dimension extra-financière, loin d'être identifiée comme le champ d'action habituel et légitime des acteurs de la Finance, se heurte alors à des enjeux renouvelés de transparence et de communication. Certaines sociétés de gestion procèdent à des efforts non négligeables pour inventer les modalités de contrôle de ces nouveaux produits financiers. Néanmoins de manière générale, la mise en place de ces dispositifs de contrôle ne suffit pas à tarir les interrogations sur l'offre ISR car ils ne sont pas forcément tournés vers la communication externe mais plus vers le perfectionnement de l'organisation interne.

Ces interrogations, portées essentiellement par des intermédiaires informationnels généralistes ou spécialisés sur le champ de l'ISR, s'intensifient sur le point de la composition finale des portefeuilles des fonds ISR. Dans la gestion d'actifs

traditionnelle, la composition du portefeuille entraîne essentiellement la question de l'évaluation de la performance financière des fonds. Cette dernière se pose ici alors pour les fonds ISR mais est complétée par d'autres interrogations portant sur la différenciation extra-financière et l'impact extra-financier de ses approches.

Sur la performance financière, les efforts mesurés de recherche des professionnels de la gestion, de la recherche universitaire et professionnelle et de l'investigation des médias n'apportent guère de conclusions tranchées. La sur performance, la sous performance ou encore la neutralité de ces nouvelles approches ISR par rapport à la question de la performance financière ne peuvent être diagnostiquées scientifiquement. La croyance dans la convergence positive entre prise en compte des valeurs et de la valorisation financière prend alors en partie le relais dans le passage à l'action de certains acteurs professionnels mais reste toutefois freinée par ce manque de validation scientifique objective.

La question de la différenciation financière et de l'impact extra-financier des approches de filtrage fait succéder au flou régnant sur la question de la performance financière une ambiance de scepticisme. Un doute, plus ou moins nuancé, surgit pour les intermédiaires informationnels de la difficulté à obtenir les compositions totales des portefeuilles ISR et de celle d'obtenir des réponses explicites auprès des professionnels de la gestion d'actifs et de leurs fournisseurs d'information extra-financière sur leur sélection d'entreprises. Ce constat d'une forme de dérobade de la parole officielle des professionnels de la gestion ISR sur leurs choix finaux de sélection socialement responsable entraîne l'accroissement du doute sur l'authenticité des pratiques ISR mis en place en interne par les sociétés de gestion. Si ces dernières ne peuvent apporter des éléments de mesure de la différenciation et de l'impact extra-financier de leur approche, comment tenir pour vrai et établi la spécificité revendiquée des approches en place ?

Certains intermédiaires informationnels, possédant une fonction de promoteur de ce nouveau champ de l'ISR et par conséquent sensibles à l'enjeu de légitimation de ces approches, mettent en place des dispositifs visant à la fois à l'identification, à la catégorisation voire à l'évaluation des pratiques de gestion ISR. Ils tentent par ce biais de faire sortir les professionnels de la gestion ISR de l'arrière boutique marchande en les incitant à la transparence. Ces intermédiaires informationnels jouent alors un rôle de passeur entre une offre ISR encadrée dans l'univers de la gestion d'actifs et une demande potentielle de connaissance voire d'adhésion à la démarche ISR de l'opinion publique et de la clientèle des épargnants particuliers et institutionnels. Ils contribuent

**alors de façon modeste à la qualification et à l'évaluation, qui reste privée, de cette offre ISR construite par les acteurs du marché et sur laquelle ni pouvoirs publics, ni instances de normalisation n'ont encore imprimé leur marque.**

**Dans ce chapitre, nous avons abordé la construction des process de gestion ISR par la pratique du filtrage positif ou négatif. Ce choix a été fait car cette activité est celle qui mobilise le plus fortement les acteurs des sociétés de gestion. Toutefois, les démarches ISR se caractérisent aussi à la marge en France par des pratiques de dialogue direct auprès des entreprises et d'exercice du droit de vote. Nous aborderons cette question dans le chapitre VI avant de revenir dans le chapitre VII sur les relations entre les sociétés de gestion et leurs différentes clientèles.**



## **Chapitre VI : Construction de la prise de parole auprès des entreprises par l'activisme actionnarial**

La mise en place de la pratique du filtrage positif ou négatif absorbe aujourd'hui sur le marché français de l'ISR la quasi-totalité de l'énergie déployée par les sociétés de gestion positionnées et l'ensemble des acteurs impliqués sur ce champ comme les agences d'analyse et d'information extra-financières, les intermédiaires informationnels et les syndicats par le biais du CIES. Le déploiement du filtrage positif ou négatif nécessite la construction de deux principaux moments. La première est celle de la construction de dispositif de jugement extra-financier. Décrite dans le chapitre IV, elle met en interaction les sociétés de gestion avec des fournisseurs d'information extra-financière. La deuxième étape est celle de la construction à partir de ces dispositifs de jugement extra-financier de produits financiers ISR se caractérisant par la matérialisation de process de gestion articulant exigences extra-financières et financières. Cette étape se déroule essentiellement en interne des sociétés de gestion. Les investisseurs institutionnels et particuliers peuvent être plus ou moins impliqués dans la construction de ces process et la définition finale des produits financiers identifiés comme socialement responsables. Les produits finalement offerts sur le marché de l'ISR sous la forme de fonds ISR peuvent alors faire l'objet de commentaires, de recherche voire de dispositif de jugement provenant de divers acteurs informationnels : presse généraliste, observatoire de recherche professionnel, recherche académique.

Toutefois, le filtrage, si l'on se retourne vers le berceau premier de l'ISR, les Etats-Unis, ne constitue qu'un des piliers du mouvement, le deuxième étant celui de l'activisme actionnarial<sup>423</sup>. Aux Etats-Unis, l'activisme actionnarial socialement responsable se décline sous la forme du dialogue avec les directions d'entreprises et de l'exercice actif du droit de vote par le biais du vote et du dépôt de résolutions en assemblées générales d'actionnaire. Ce mécanisme de prise de parole directe<sup>424</sup> est ainsi considéré par les pionniers de l'ISR américain comme un outil qui permet de compléter habilement les stratégies d'évitement et d'adhésion constitutives du filtrage. En effet, si ces deux dernières se révèlent vitales pour mettre en adéquation le portefeuille financier de l'investisseurs ISR avec ses propres valeurs, elles ne permettent qu'indirectement et très progressivement de modifier en profondeur le

---

<sup>423</sup> Voir chapitre I

<sup>424</sup> Hirschman, A, (1995), *Défection et prise de parole*, Fayard, Paris, pp40-54. Voir glossaire.

comportement des entreprises et in fine de changer le monde. En revanche l'activisme actionnarial, notamment par le biais des dépôts de résolution permet d'interpeller directement les entreprises et de faire évoluer ponctuellement leurs comportements sur des points très précis.

Dans nos travaux<sup>425</sup>, nous avons jusqu'ici émis l'hypothèse qu'en France, l'utilisation du droit des actionnaires par les acteurs de l'ISR en vue d'une prise de parole directe auprès des entreprises au nom du respect des principes de la responsabilité sociale et le développement durable avait eu jusqu'ici un succès très modéré. Nous avons même avancé l'idée d'un échec de greffe sur cette pratique de l'activisme, par rapport au modèle originel américain, alors que dans le même temps la pratique du filtrage avait fait l'objet d'un véritable processus d'appropriation créatrice en France, notamment à travers la sophistication du filtrage positif. Le poids respectif de l'offre et de la demande dans les deux pays ainsi qu'une tradition historique d'action par la consommation marquée aux Etats-Unis et faible en France semblait alors pouvoir offrir des éléments d'interprétation de ce constat général.

Dans ce chapitre nous aimerions revenir sur cette hypothèse pour l'affiner et la nuancer à l'aune des différents éléments d'observation et de recherche que nous avons pu rassemblés lors de ces trois dernières années. L'observation des pratiques des sociétés de gestion faisant partie de notre panel d'observation permet d'avancer le constat d'une évolution forte des acteurs des sociétés de gestion sur l'utilisation des droits de l'actionnaire. En 2002, parfois à peine conscients de ces droits<sup>426</sup>, ils sont aujourd'hui tous au courant que le législateur a fait le choix à la fin 2003 par la loi de Sécurité Financière de les inciter au vote en assemblée générale d'actionnaires et à la transparence sur ce vote<sup>427</sup>.

Or il est ici intéressant de constater ici que c'est moins l'exemple de l'ISR américain qui amène les sociétés de gestion à modifier leurs comportement en matière d'exercice du droit de vote qu'un autre mouvement d'engagement actionnarial, celui du Gouvernement d'Entreprise porté de manière élargi par une communauté de plus en plus structurée d'investisseurs institutionnels à l'échelle internationale. Par ailleurs dans cette même période, les offreurs les plus importants en terme d'encours sur le marché français de l'ISR revendiquent et construisent progressivement une démarche d'engagement socialement

---

<sup>425</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2002, *L'investissement socialement responsable : comparaison historique et interculturelle entre la France et les Etats-Unis* Mémoire de DEA, Université René Descartes, Paris 5

Giamporcaro-Saunière, 2004, « L'investissement socialement responsable en France. Un outil au service d'une action politique par la consommation? », *Sciences de la Société*, n°62- mai, p. 169-187

<sup>426</sup> Giamporcaro-Saunière, 2002, *Le système d'action concret de l'investissement socialement responsable : Entre stratégies de pouvoir et forums hybrides*, Mémoire de DEA, Université René Descartes, Paris 5, p26-28

<sup>427</sup> Loi de Sécurité Financière du 2 août 2003



responsables auprès des entreprises qui repose non pas tant sur le droit des actionnaires à intervenir dans la vie des entreprises mais sur leurs droits à l'information<sup>428</sup>. Le recueil d'informations extra-financières auprès des entreprises par les équipes interne d'analyse ISR est ainsi présenté comme une stratégie à double facette. Elle permet à la fois à la société de gestion d'améliorer son niveau d'information extra-financière et de signifier, par cette recherche d'informations, son intérêt à voir les entreprises s'emparer de ces thématiques de manière pragmatique.

Dans une première partie de ce chapitre, nous reviendrons sur les caractéristiques historiques de l'émergence d'un activisme actionnarial socialement responsable aux Etats-Unis. Puis nous reviendrons sur le mouvement de la « corporate governance », traduit en français par le terme de gouvernement d'entreprise, qui depuis la fin des années 1970 diffuse aux Etats-Unis puis en Europe une définition de l'engagement actionnarial assez différenciée de celles des pionniers de l'ISR. Toutefois, en revenant sur les développements les plus récents de l'ISR américain sur l'activisme actionnarial, nous verrons la manière dont les préoccupations de « corporate governance » et les problématiques socialement responsables commencent progressivement à converger et soulèvent dès lors des enjeux nouveaux pour les acteurs de l'ISR américain.

Dans une seconde partie, en regard de l'ensemble des données contextuelles générales, nous reviendrons sur l'utilisation de leurs droits d'actionnaire par les offreurs de fonds ISR sur le marché français. Nous verrons alors que si l'utilisation des droits de vote en assemblée générale d'actionnaires se structure, c'est plus l'enjeu de la mise en application des principes de la « corporate governance » qui domine l'exercice que celle de la question socialement responsable même si celle-ci arrive progressivement à se greffer. L'exercice reste cependant en partie controversé, les sociétés de gestion semblant plutôt privilégier des pratiques d'engagement policées reposant sur la recherche d'informations plus que par la mise sous pression frontale et directe des entreprises. Finalement, nous nous interrogerons sur la capacité des offreurs ISR, ces professionnels de la gestion à s'emparer des formes les plus

---

<sup>428</sup> Trois grandes catégories de droits de l'actionnaire peuvent être distinguées :

Droits patrimoniaux : droits aux dividendes, droits sur les actifs en cas de liquidation, droits préférentiel de souscription lors d'une augmentation de capital.

Droits d'information : destinés à lui permettre de contrôler la gestion de l'entreprise. Ce droit passe par un droit de communication avec le management et de consultation des documents comptables.

Droits d'intervention dans la vie de l'entreprise : droit de participer aux assemblées générales, droit de vote, droit de déposer des projets de résolutions.

Source : De Brito, C, Desmartin, JP, Lucas-Leclin, V, Perrin, F, 2005, « Les politiques d'investissement des fonds ISR » in *L'investissement Socialement Responsable*, Editions Economica, p235-236

contestataires de l'engagement actionnarial et sur le rôle potentiel d'autres acteurs comme les syndicats, les acteurs de la critique activiste mais aussi les investisseurs finaux que sont les investisseurs institutionnels et particuliers.

## **I) L'activisme actionnarial aux USA: une même pratique pour deux groupes de pressions différenciés aux stratégies potentiellement convergentes**

### **1) L'activisme actionnarial socialement responsable aux Etats-Unis : changer les entreprises pour changer le monde**

Comme nous avons pu le souligner lors du chapitre I, aux Etats-Unis les premières pratiques connues d'investissement socialement responsable sont marquées par une stratégie de l'évitement orientée vers la satisfaction de convictions personnelles religieuses. En effet il s'agit dans les années 1920 de se détourner des valeurs du péché (sin stocks) à la manière du premier fonds éthique (*Pionner Fund*) créé par des protestants évangéliques pour éviter d'investir dans des sociétés liées à la production d'alcool et de tabac<sup>429</sup>.

L'investissement socialement responsable se caractérise donc comme le boycott par une stratégie d'évitement qui se déplace de préoccupations strictement morales aux préoccupations civiques à partir des années 1970. A l'époque, la guerre du Vietnam touche à sa fin et les industries de l'armement prospèrent. Les mouvements anti-guerre dans les campus font campagne pour que les universités se défassent des actions qu'elles détiennent dans les entreprises qui produisent du napalm, des armes ou du matériel électronique militaire. Le Pax World Fund créé sous l'impulsion des Quakers et des méthodistes évite les sociétés travaillant pour la défense dans le but de protester contre la guerre du Vietnam. Après la guerre du Vietnam, c'est la lutte anti-apartheid, qui cristallise la création de fonds comme le Dreyfus Fund dont l'objectif est d'éviter d'investir dans des entreprises travaillant en Afrique du Sud<sup>430</sup>. Le mécanisme d'investissement socialement responsable qui se renforce alors mérite d'être souligné. Des investisseurs, le plus souvent faisant partie d'institutions (groupes religieux, universités), s'engagent pour une cause précise et mettent en place une stratégie de

---

<sup>429</sup> Domini, A, 2001, *Socially Responsible Investing: Making a difference and Making money*, Dearbone Trade, Chicago, p30

<sup>430</sup> Ibidem p34

boycott et de désinvestissement des entreprises qui mettent en danger cette cause par leur activité.

Cependant, en cette période agitée, les investisseurs américains qui ne veulent plus seulement mettre en adéquation leurs convictions personnelles avec leur portefeuille mais veulent aussi agir. Ils adoptent alors des pratiques plus radicales d'activisme actionnarial. Il s'agit ici de forcer les entreprises à dialoguer sur certains points en se servant notamment du pouvoir de vote donné à chaque actionnaire. La paternité de cette pratique est attribuée à deux célèbres activistes américains : Saul Alinsky et Ralf Nader. L'un utilise en 1960 le droit de proposer des résolutions en assemblée générale dans sa campagne contre la discrimination raciale<sup>431</sup> dans la firme Kodak alors que l'autre en 1970<sup>432</sup>, qui devient plus tard un célèbre consumériste, propose une résolution exigeant une diversité plus grande dans le Conseil d'administration et une réduction des émissions de gaz chez General Motors. Aucun des deux activistes n'arrive à faire voter ces résolutions mais le battage médiatique est tel que les directions des deux entreprises se voient obligées de dialoguer avec les activistes et de céder sur certains points. Dès lors, la déposition de résolutions complète les stratégies habituelles (boycott, grèves) de mise sous pression des entreprises comme le théoriserait Saul Alinsky dans son livre « Rules for Radicals » :

*« Leurs questions angoissées me confortèrent dans l'idée que nous avons le rasoir pour fendre le rideau doré qui permettait au soi-disant secteur privé de ne pas assumer ses responsabilités publiques. De tout mon combat avec les membres de l'ordre établi, je ne les ai jamais vus aussi tendus. Je savais qu'il y avait de la dynamite dans la menace du dépôt de résolution. »*

*(Alinsky, 1971, p175)*

---

<sup>431</sup> En 1960, Saul Alinsky œuvre dans une petite association, nommée FIGHT, en lutte contre la firme Eastman Kodak implantée dans la ville de Rochester. Le conflit entre FIGHT et la firme multinationale porte sur des questions de discrimination des minorités raciales. L'activiste se rend à l'évidence que face à cette firme les stratégies habituelles de confrontation ne serviront à rien. Manifester et faire grève à Rochester est inutile en raison du caractère international de Kodak. Boycoter les produits de la firme est complètement irréaliste en vertu de monopole que l'entreprise possède sur l'industrie de la photo. Alinsky s'intéresse alors à l'idée de semer la perturbation lors de l'assemblée générale d'actionnaires qui se tient tous les ans. En se rappelant qu'il a été sollicité pour donner une série de conférences pour des universités et des congrégations religieuses, l'idée d'une utilisation des droits de vote des actionnaires à des fins activistes lui vient. A partir de ce moment, il s'attelle à convaincre les congrégations religieuses et les universités possédant des actions Kodak de donner leur droit de vote ou de se rallier à FIGHT afin de pouvoir poser et ratifier des résolutions de vote sur une meilleure prise en compte des minorités raciales. Après de nombreuses péripéties, la tactique échoue mais connaît un tel écho dans les médias que Kodak renégocie un nouvel accord avec FIGHT.

Source Alinsky, Saul, D., 1971, "The Genesis of proxy vote", *Rules for radicals*, Vintage Books, New York, pp163-183.

Friedman, M, 1999, *Consumer boycott: Effecting change through the marketplace and the media*. New York: Routledge, pp160-179

<sup>432</sup> Domini, A, 2001, op.cit, p33

Ces pratiques inspirent durablement les groupes religieux de la gauche radicale qui fondent en 1976, l'ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility) après l'échec d'une résolution actionnariale demandant à General Motors de se retirer d'Afrique du Sud. Les membres du centre se donnent pour fonction de coordonner les actions de vote en conseil d'administration et les propositions de résolutions avec comme but précis d'empêcher certaines entreprises de violer les droits de l'homme et les règles environnementales. La campagne la plus glorieuse de l'ICCR est certainement la victoire contre le régime de l'Apartheid en Afrique du Sud. Accompagné d'un boycott sur plus de 160 firmes américaines, l'activisme actionnarial de l'organisation fera la différence. A partir de cette date, les actions du centre ne cessent de prendre de l'ampleur. En 1996, année de son vingtième anniversaire, le centre fédère 275 organisations catholiques, protestantes et juives avec un portefeuille boursier de plus de soixante dix milliard de dollars. Ce pouvoir financier est renforcé par le fait que les fondations, les universités, les fonds municipaux ou étatiques se rallient souvent aux résolutions proposées par l'ICCR<sup>433</sup>.

Certaines sociétés de gestion jusque là strictement impliquées sur la pratique du filtrage se lancent dans l'engagement actionnarial socialement responsable. En 1986<sup>434</sup>, Calvert est la première société de gestion à soutenir des résolutions socialement responsables. En 2001, la société de gestion pose sa première résolution sur le droit des personnes handicapées dans la société « Diebold Inc. ». La direction met en place, à la suite de cette résolution, un programme pour les aveugles et une politique active d'embauche des personnes handicapées. La même année, Calvert pose une résolution demandant à certaines firmes d'élargir leur code sur la diversité en incluant la diversité des orientations sexuelles. Les firmes visées se plieront aux changements demandés. En 1998, Les responsables du « Domini Social Equity Fund » annoncent que chacune des prises de position adoptées lors des assemblées générales des firmes dont le fonds détient des parts, seront publiées et mises à jour sur leur site Internet. Les sociétés de gestion américaines les plus impliquées dans l'ISR suivent progressivement l'exemple et publient de façon transparence leurs principes de vote socialement responsable et les résultats effectifs de ce vote<sup>435</sup>. Elles sont parfois moteurs dans le dépôt d'une résolution mais suivent souvent de manière générale les directions de l'ICCR qui jouent un rôle de coordination des différentes actions.

---

<sup>433</sup> Friedman, M, 1999, op.cit

<sup>434</sup> Les détails suivants sont tirés de SRI Timeline sur [www.calvertgroup.com](http://www.calvertgroup.com)

<sup>435</sup> Calvert, Pax World Fund, Walden Asset Management

La lutte pour l'abolition de l'apartheid qui a duré plus de dix ans a permis la mise en place d'un ensemble de groupes et d'institutions qui vont ouvrir la pratique de l'engagement actionnarial socialement responsable à l'ensemble de la communauté des investisseurs. En effet, les années suivantes verront le renforcement et l'institutionnalisation d'une structure d'activisme actionnarial comme l'ICCR qui se tournera vers d'autres luttes. Plus théoriquement, certains investisseurs institutionnels, qui furent dans l'obligation de débattre longuement sur la responsabilité des entreprises dans le maintien du régime Sud Africain, vont être amenés à un questionnement plus large sur la responsabilité des entreprises vis-à-vis de l'ensemble de leurs parties prenantes<sup>436</sup>.

Aujourd'hui, l'activisme actionnarial, pratique mineure en terme d'encours<sup>437</sup> par rapport à celle du filtrage mais toujours plus dynamique en terme d'activité<sup>438</sup>, semble avoir trouvé un nouveau cheval de bataille fédérateur, dépassant les strictes frontières de la communauté des investisseurs socialement responsables, dans la thématique du changement climatique. En effet en 2003, 28 résolutions ont été déposées concernant le réchauffement climatique exigeant des réductions de gaz à effet de serre, des investissements dans les énergies renouvelables ou encore des données précises sur l'impact réel de l'activité des entreprises sur le réchauffement climatique. Sur ces 28 résolutions, 12 sont allées jusqu'au vote notamment chez Exxon Mobil où la résolution a remporté plus de 20% des votes démontrant une grande adhésion des actionnaires à ces thématiques. Rien n'est cependant acquis à en juger par le scepticisme affiché de son dirigeant Lee Raymond. Lors de l'assemblée générale 2004, celui-ci n'a pas hésité à déclarer, en réponse à une question posée par un investisseur responsable que « les conséquences du changement climatique n'étaient ni vraiment probables, ni bien estimées ». En revanche, le géant de l'électricité américain American Electric Power a accepté, face à la pression des investisseurs responsables et du succès de leurs résolutions (27% en 2003), d'être transparent sur les risques climatiques engendrés par son activité. L'entreprise a notamment annoncé la nomination de comités indépendants chargés de mesurer cet impact et de proposer des solutions alternatives. Les coalitions d'investisseurs responsables ont continué en 2004 sur cette lancée en déposant des résolutions mais en entraînant aussi dans leur sillage des investisseurs jusque là absents de la communauté des investisseurs ISR. Il s'agit ici des fonds de pension publics de certaines

---

<sup>436</sup> Domini, A, 2001, op.cit, p34-40

<sup>437</sup> Voir chapitre I : 2146 milliards de dollars d'encours concerné pour le filtrage contre 446 pour l'activisme actionnarial dont 441 milliards sont aussi concerné par le filtrage.

<sup>438</sup> Voir chapitre I: 292 résolutions déposés en 2002 avec un taux de vote de 9% pour 251 en 2000 et un taux moyen d'adhésion de 7,5%

villes (New York) et de certains Etats (Californie, Connecticut, Maine, Vermont, Nouveau Mexique, Maryland, Oregon) qui, suite aux différents scandales financiers mettant à mal l'épargne retraite de leurs électeurs ont fait le choix d'assumer plus clairement leur responsabilité d'investisseur et notamment sur la question du changement climatique. Fin 2003, 13 fonds de pension public gérés par des trésoriers d'Etats, pesant 800 milliards de dollars d'encours, ont signé à la fin 2003 un appel pour l'action contre le risque climatique<sup>439</sup>.

Ces investisseurs socialement responsables, emmenés par la gauche radicale religieuse et civique américaine, qui se définissent eux-mêmes comme les propriétaires de l'Amérique des grandes entreprises, ont trouvé le moyen de faire entendre leurs voix dans les entreprises privées par l'utilisation de différentes stratégies d'action comme le dialogue, le dépôt et le vote de résolution pour non seulement permettre l'amélioration de la performance à travers le temps mais surtout pour faire changer le comportement des entreprises sur des aspects sociaux et environnementaux. L'activisme actionnarial des investisseurs socialement responsables américains reste cependant limité en raison du poids financier de ses acteurs et de la difficulté de la diffusion de cette approche à d'autres aires géographiques et culturelles.

Le mouvement du gouvernement d'entreprise émerge et se structure aux Etats-Unis dans la même période de temps que le mouvement de l'ISR. Si la question de l'activisme actionnarial constitue un des fers de lance de ce mouvement de la « corporate gouvernance », il ne se consacre dans un premier temps qu'au strict intérêt financier et stratégique de l'actionnaire sans prise en compte des différentes parties prenantes chères aux acteurs de l'ISR.

## **2) Le gouvernement d'entreprise : Un activisme actionnarial au service de la régulation des relations entre les directions d'entreprises et les actionnaires**

Le terme de " Corporate gouvernance " aurait été employé pour la première fois aux Etats-Unis par un universitaire, Richard Ellis, en 1960, pour qualifier la structure et le fonctionnement de la politique des entreprises par analogie avec le gouvernement des Etats. En France, le terme " corporate governance " se traduit officiellement par gouvernement d'entreprise quoique le terme de gouvernance d'entreprise soit aussi parfois employé. Le concept de gouvernement d'entreprise s'est d'abord imposé aux grandes sociétés cotées qui en

---

<sup>439</sup> Investor Call for Action on Climate Risk: 10-Point Call for Action

ont adopté les règles sous la pression des investisseurs et des marchés. Cette autorégulation a été mise à mal aux Etats-Unis par les conséquences de l'affaire Enron qui a conduit le gouvernement fédéral à légiférer et la SEC (autorité des marchés boursiers américains) à réglementer. Dans l'Union Européenne, si l'exigence de gouvernement d'entreprise s'est renforcée, l'orientation est plutôt de compter sur les forces de marché. Il est possible de distinguer trois phases dans l'apparition et le développement du gouvernement d'entreprise<sup>440</sup>.

### **A) Les années 1970 : Définitions et modèles théoriques**<sup>441</sup>

La question du gouvernement d'entreprise s'est d'abord posée pour les firmes managériales décrites par Berle et Means<sup>442</sup> dans lequel le pouvoir de décision est confié aux dirigeants. Cette séparation de la propriété (actionnaire) et du contrôle (dirigeant) est à l'origine ce qu'on appelle un problème d'agence. Les dirigeants ont généralement pour mandat d'entreprendre toute action conforme à l'intérêt des actionnaires. Cependant ils disposent à la fois de compétences de gestion spécifique dont sont dénués les actionnaires et d'une meilleure information sur l'entreprise et son environnement. Cette asymétrie d'information permet aux dirigeants d'orienter la gestion de l'entreprise en fonction de leurs propres intérêts qui peuvent être différent de ceux de l'actionnaire.

Le gouvernement d'entreprise regroupe l'ensemble des mécanismes visant à résoudre ce problème d'agence ou ces conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants. Les travaux de Jensen et Meckling en 1976<sup>443</sup> théorisent plus en avant la notion de gouvernement d'entreprise. Ils appliquent la théorie de l'agence à l'entreprise, considérée comme le lieu d'un faisceau de contrats, et élaborent le modèle des coûts d'agence. Le dirigeant est considéré comme le mandataire des actionnaires et d'un ensemble de parties, créditeurs, fournisseurs, clients, employés, avec lesquelles il contracte au nom de l'entreprise. Le conseil d'administration et les auditeurs externes agissent comme des représentants de ces parties ou des intermédiaires. Les travaux de Jensen et Meckling ont donné naissance à un ensemble de recherches théoriques ou empiriques, aux Etats-Unis d'abord, puis à partir des années 1990 au

---

<sup>440</sup> Nous empruntons ce découpage chronologique au site Internet de l'Institut français des administrateurs créé en 2002 dans l'objectif d'offrir une meilleure formation aux administrateurs français siégeant au conseils d'administration des grandes entreprises : <http://www.ifa-asso.com/>.

<sup>441</sup> Boubel, A, Fabrice, P, 2004, *Les investisseurs institutionnels*, Collection Repères, Edition la Découverte, p 91-100

<sup>442</sup> Berle, A; Means, G, 1932, *The Modern Corporations and Private Property*, Transactions Publishers, Londres et New Brunswick, 1991.

<sup>443</sup> Jensen, M, Meckling, W, 1976, « Theory of the Firm: Management Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Royaume Uni, au Japon et dans les autres pays développés. Cet ensemble de travaux a permis de dégager les règles internes (structure du capital, fonctionnement des conseils) et externes (environnement législatif, réglementaire, régulation des marchés,) du gouvernement d'entreprise. L'objectif était de renforcer les outils par lesquels les fournisseurs de capital peuvent s'assurer de la rentabilité de leur investissement ou, dans une conception plus large, des moyens par lesquels l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes est retenu.

Deux grands modèles de gouvernement d'entreprise sont généralement identifiés : celui du type *shareholder* (actionnaires) et celui du type *stakeholder* (parties prenantes). Dans le premier modèle, le contrôle du comportement opportuniste du dirigeant s'exerce de manière externe, à travers le marché. Si les actionnaires sont mécontents des résultats de l'entreprise en terme de dividendes distribués ou d'évolution du cours de l'action, ils « votent avec leur pied », c'est-à-dire qu'ils vendent leurs actions. Ce mode de fonctionnement doit inciter les dirigeants à gérer l'entreprise conformément aux intérêts des actionnaires. Dans le modèle de type *stakeholder*, le principal objectif est la défense de l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes : les actionnaires mais aussi les salariés, les sous-traitants, les clients, l'environnement proche de l'entreprise. Le contrôle du dirigeant serait alors assuré par un organe composé d'actionnaires et de salariés, il s'agirait d'un contrôle interne.

La question de savoir à quel point le gouvernement d'entreprise est représentatif des actionnaires *shareholder* strictement ou de l'ensemble des parties prenantes *stakeholders*, n'est pas épuisée et fait toujours débat, notamment au regard d'une acception plutôt orientée vers la *shareholder value* aux Etats-Unis et dans les pays anglo-saxons et d'une conception de l'entreprise prenant en compte des intérêts plus larges en Europe (modèle du capitalisme rhénan).

### **B) Les années 1990 : le rôle majeur des grands investisseurs institutionnels et la progression rapide de l'autorégulation**

Comme cela a été souligné au chapitre II, le développement et l'institutionnalisation du marché des valeurs mobilières ont conduit à ce que les titres des entreprises soient de plus en plus concentrés entre les mains d'institutions financières détenant une expertise économique supérieure à celle de la plupart des épargnants individuels, c'est-à-dire dans les



maines des investisseurs institutionnels<sup>444</sup>. Cette transformation a ainsi fait basculer à des degrés divers<sup>445</sup> le mode de gouvernement des entreprises d'un modèle de type *stakeholder*, fondé sur un contrôle exercé par les dirigeants et les conseils des administrations auxquels participent les représentants des alliances nouées par les entreprises vers un modèle de type *shareholder* où le contrôle est exercé par les actionnaires et le marché.

Afin de diminuer les asymétries d'information entre les actionnaires et les dirigeants, et pour inciter ces derniers à gérer l'entreprise dans le but de maximiser la valeur actionnariale, certains investisseurs institutionnels ont tenté de mettre en place un système de contrôle externe sur l'action des dirigeants. Ils formulent ainsi de nouvelles règles en ce qui concerne les aspects particuliers du gouvernement d'entreprise et évaluent les dirigeants sur leur aptitude à les appliquer.

Les fonds de pension publics ont constitué le fer de lance de cette prise de pouvoir des investisseurs institutionnels au sein des entreprises américaines à travers l'énoncé de principes de gouvernement d'entreprise. En effet dans un contexte plutôt propice à la dérégulation, la loi ERISA<sup>446</sup> est modulée à la fin des années quatre vingt en faveur d'une responsabilisation des fonds de pension du secteur public. Ces derniers, chargés de gérer la retraite des salariés américains employés généralement dans la fonction publique, se voient attribués une responsabilité dans leur manière de voter et vont petit à petit entrer dans des pratiques d'engagement actionnarial visant à contrôler et influencer les directions d'entreprises en vue de la défense des intérêts des actionnaires.

CalPERS, le fonds de pension de retraités de la fonction publique de la Californie, dirigé à l'époque par William Crist est un des fonds de pension les plus actifs en la matière. Dès la fin des années 1980, la structure énonce ses principes de gouvernement d'entreprise qui concernent en premier lieu strictement les entreprises américaines puis vont être appliqués à l'ensemble des pays où le fonds investit. CalPERS est aussi moteur dans la création de

---

<sup>444</sup> En 2002, selon une enquête réalisée par *Le Monde*, la part des investisseurs étrangers dans l'ensemble des sociétés figurant dans le CAC 40 a atteint 42, 6% dont 24,1% sont détenus par des investisseurs américains et britanniques.

<sup>445</sup> Si l'on a assisté d'une manière nette à une convergence des situations nationales en direction du modèle *shareholder*, il demeure néanmoins de fortes disparités, tout particulièrement en Europe. Celles-ci découlent notamment des structures capitalistiques encore très différentes qui sont le fruit de l'histoire juridique, sociale et politique et sociale de chaque pays. Les participations croisées sont par exemple une caractéristique forte du capitalisme français ou italien tout comme le poids des banques en Allemagne. Certaines spécificités locales pourraient à l'avenir persister et les modes de gouvernement d'entreprise tendre vers des modèles hybrides empruntant à la fois des caractéristiques au modèle *stakeholder* et au modèle *shareholder*.

<sup>446</sup> Sources: the Department of Labor Opinion Letter (Feb.23, 1988), reprinted in 15 Pens. Rep. (BNA), 391, the Department of Labor Opinion Letter (Jan.23, 1990), reprinted in 17 Pens. Rep. (BNA), 244 and the Interpretative Bulletin, 94-2.

l'ICGN<sup>447</sup> (International Corporate Governance Network). Ce réseau éclot de la convergence au milieu des années 1980 des initiatives de gouvernement d'entreprise en Amérique du Nord et en Europe. L'idée de créer une telle structure est ensuite formellement débattue au printemps 1994 lors d'une réunion à Washington DC du Conseil des investisseurs institutionnels.

L'ICGN est créée le 29 mars 1995 à Washington DC lors d'une réunion présidée par William Crist, représentant de CalPERS. L'ICGN est une association non lucrative dont les principaux objectifs, définis en 1996, sont de construire un réseau d'échanges et d'informations autour des questions internationales de gouvernement d'entreprise, de procéder à l'examen des principes et des pratiques de gouvernement d'entreprises observés internationalement et de promouvoir l'adhésion aux principes et aux standards de la bonne gouvernance notamment auprès des organes de régulation (SEC) et des organisations internationales (OCDE<sup>448</sup>, Banque Mondiale, Commission Européenne). Les encours gérés par ces membres (fonds de pension, gérants professionnels de fonds, spécialistes du gouvernement d'entreprises) sont estimés à plus de 10 billions de dollars. Le réseau se réunit annuellement.

Les exigences formulées progressivement dans les années 1990 par ces investisseurs institutionnels actifs portent en général sur cinq grands critères<sup>449</sup>. Premièrement, ils exigent une plus grande transparence en ce qui concerne l'activité de l'entreprise (par exemple à travers la publication des résultats trimestriels), la rémunération des dirigeants ou encore la présentation des documents comptables. En particulier, ils exercent une pression pour que ces documents respectent les normes comptables internationales. Deuxièmement, le principe « d'une action = une voix » et celui de la protection des investisseurs minoritaires sont aussi défendus. Troisièmement, ils encouragent fortement les entreprises à moderniser la composition de leur conseil d'administration avec la nomination d'une majorité d'investisseurs indépendants et à séparer les fonctions de président et de directeur général. Quatrièmement, ces investisseurs institutionnels s'opposent généralement à l'introduction de mesure anti-OPA qui visent à protéger les équipes dirigeantes : le marché doit être toujours en mesure de sanctionner l'incompétence des dirigeants. Enfin pour aligner l'intérêt des dirigeants sur celui des actionnaires, les investisseurs institutionnels sont favorables à ce que

---

<sup>447</sup> <http://www.icgn.org>

<sup>448</sup> Organisation de coopération et de développement économiques

<sup>449</sup> Boubel, A, Fabrice, P, 2004, op.cit, p 91-100

les rémunérations versées aux dirigeants intègrent des stock-options qui leur procurent un droit d'acquisition futur sur les entreprises dans des conditions très favorables<sup>450</sup>.

Ces exigences formulées par certains investisseurs institutionnels suscitent alors dans de nombreux pays l'intérêt des pouvoirs publics et du patronat en matière de gouvernement d'entreprise. Au Royaume-Uni en 1992, le rapport *Cadbury* élaboré par les organisations patronales voit le jour. Le rapport souligne notamment la nécessité de la présence d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administrations ou encore l'intérêt de la création de comités spécialisés sur les nominations d'administrateurs ou encore la rémunération des dirigeants. Il propose aux entreprises d'adopter un code de bonne conduite fondé sur des principes d'ouverture, d'intégrité et de responsabilité.

En France, de nombreux éléments convergent vers le milieu des années 1990 (montée des fonds de pension étrangers dans l'actionnariat des grandes entreprises françaises et scandale financier du Crédit Lyonnais discréditant le système de participations croisées au cœur du système capitalistique français), et amènent le patronat français à s'emparer de la thématique du gouvernement d'entreprise. Le CNPF, devenu depuis le MEDEF, associé à l'association française des entreprises privées l'AFEP-AGREF, prend l'initiative du groupe de travail présidé par M. Marc Vienot qui rendra son rapport<sup>451</sup> en juillet 1995. Un nouveau groupe de travail, toujours présidé par M. Marc Vienot, sera constitué trois ans plus tard qui donnera lieu, en juillet 1999, à un second rapport Vienot<sup>452</sup>.

Ces deux rapports français se distinguent assez fortement de la tradition anglo-saxonne du gouvernement d'entreprise centré sur l'intérêt de l'actionnaire. Ils postulent ainsi que la mission du conseil d'administration est de défendre en toute circonstance l'intérêt de la société qui ne peut se confondre avec celui des seuls actionnaires. Par ailleurs, la présence d'administrateurs indépendants est hautement souhaitée par le rapport ainsi que la mise en place de comités spécialisés (sélection des administrateurs, rémunération des dirigeants, audit des comptes) au sein du conseil. L'esprit des deux textes se distingue, par ailleurs, par le souci d'éviter l'imposition d'un modèle uniforme et impératif en se prononçant pour l'adoption d'une organisation statutaire spécifique par chaque entreprise. Le patronat français défend

---

<sup>450</sup> Les scandales financiers des années 2000 feront revenir de nombreux investisseurs institutionnels sur le principe de l'attribution des stock options aux dirigeants car il va parfois s'avérer être l'objet de pratiques frauduleuses des dirigeants, ces derniers utilisant le système des stock options plus dans l'optique de s'octroyer une rente personnelle que dans l'intérêt des actionnaires et des entreprises.

<sup>451</sup>Rapport Vienot 1, *Le Conseil d'administration des sociétés cotées*, juillet 1995, [http://www.medef.fr/staging/medias/upload/510\\_FICHER.pdf](http://www.medef.fr/staging/medias/upload/510_FICHER.pdf)

<sup>452</sup>Rapport Vienot 2, *Recommandations pour le gouvernement d'entreprise*, juillet 1999, [http://www.medef.fr/staging/medias/upload/511\\_FICHER.pdf](http://www.medef.fr/staging/medias/upload/511_FICHER.pdf)

ainsi sa volonté d'éviter d'entrer dans une logique de régulation et de standardisation des pratiques des entreprises en prônant l'autorégulation.

C'est aussi dans cette phase, en 1998, que la structure internationale de l'OCDE se saisit de la question à la demande de ses membres. Elle fait paraître, en mars 1999, "Les Principes de gouvernement de l'entreprise de l'OCDE"<sup>453</sup> qui deviennent rapidement une référence majeure pour les investisseurs institutionnels. Ils constituent par ailleurs l'une des douze normes fondamentales pour la solidité des systèmes financiers définies par le Forum sur la stabilité financière. La Banque mondiale s'y réfère dans le cadre des travaux qu'elle mène pour améliorer le gouvernement d'entreprise sur les marchés émergents. La rédaction de ce premier code de bonne gouvernance reflète de la volonté de certains acteurs de tendre vers une certaine standardisation internationale des pratiques en la matière.

Dès lors, se met rapidement en place dans les pays développés, mais aussi dans les pays émergents, un ensemble relativement homogène de règles portant sur le gouvernement d'entreprise que les entreprises cotées adoptent sans qu'elles y soient contraintes autrement que par la volonté de répondre aux attentes des investisseurs, des marchés et des régulateurs. Ces documents convergent de manière assez forte en ce qui concerne leurs recommandations : assurer le respect des droits des actionnaires, améliorer la transparence de l'information fournie par les entreprises, séparer les fonctions du Conseil d'administration et de la direction générale, nommer au Conseil d'administration des administrateurs indépendants et en nombre suffisant ou encore créer des comités spécialisés. L'autorégulation peut parfois s'accompagner d'une forme d'obligation comme au Royaume-Uni. Le London Stock Exchange impose aux sociétés qui sont inscrites à la cotation de respecter les règles du code de gouvernement d'entreprise qu'un grand nombre d'entre elles ont adopté ou, à défaut, d'expliquer pourquoi elles n'y adhèrent pas.

### **C) Les années 2000: La phase Post Enron ; basculement dans la régulation gouvernementale et essor d'un activisme accru des investisseurs institutionnels**

S'ajoutant à l'effondrement de la bulle spéculative sur les marchés actions et contribuant à la perte de confiance des investisseurs, l'affaire Enron et celles qui ont suivi aux Etats-Unis, (Tyco, Worldcom) comme en Europe (Royal Ahold), non seulement mettent à jour les comportements frauduleux et des erreurs stratégiques lourdes des dirigeants, mais

---

<sup>453</sup> <http://www.oecd.org>

Version révisée 2004 des principes de l'OCDE : <http://www.oecd.org/dataoecd/32/19/31652074.PDF>

mettent aussi en évidence les dysfonctionnements, d'une part, de certains conseils d'administration et, d'autre part, des " gatekeepers " c'est à dire les auditeurs externes, les analystes et les banques d'affaires comme les agences de notation financière. Ces faits mettent à mal l'idée que le gouvernement d'entreprise puisse résulter de la seule autorégulation puisque, aux Etats-Unis même, le système a failli.

La réaction du gouvernement fédéral sera rapide avec l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley en juillet 2002 qui crée des règles de « corporate governance » pour les entreprises et les différents acteurs des marchés financiers américains. Celles-ci imposent une plus grande présence d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration, l'inclusion d'un expert financier au moins dans les comités d'audit et la revue par ceux ci, avec une fréquence trimestrielle, des états financiers certifiés par le directeur général et le directeur financier. Enfin, les administrateurs indépendants sont invités à se réunir indépendamment de la direction exécutive de manière régulière.

Dans l'Union Européenne, une note portant sur les conséquences de l'affaire Enron a été communiquée au Conseil Ecofin d'Oviedo de mars 2002, conduisant à élargir au gouvernement d'entreprise le mandat sur l'harmonisation du droit des sociétés confié à un groupe d'experts. Le rapport de ce groupe a été rendu public en novembre 2002. Les quatre grands axes du gouvernement d'entreprise à l'européenne qui en découlent sont: une meilleure information sur les pratiques des entreprises (publication des règlements intérieurs), le renforcement du droit des actionnaires (vote électronique), la réforme du conseil d'administration avec un accent sur la question de l'indépendance des administrateurs et des rémunérations des administrateurs et l'amélioration du gouvernement d'entreprise par l'élaboration de codes nationaux.

En France, la réaction à la crise de confiance financière internationale s'est d'abord traduite par l'initiative conjointe du MEDEF et de l'AFEP-AGREF de constituer un nouveau groupe de travail présidé par Daniel Bouton, son objectif étant la réévaluation d'un certain nombre de principes relatifs au gouvernement d'entreprise, à l'information et à la communication financières ainsi qu'à la pertinence des règles comptables. Le rapport a été rendu public en septembre 2002 et les recommandations émises ont été en partie reprises par la Commission des opérations de bourse<sup>454</sup>, devenue aujourd'hui l'AMF (autorité des marchés financiers). Par ailleurs, un certain nombre de dispositions juridiques ont été apportées dans le

---

<sup>454</sup> Rapport Bouton, 2002, « Pour un meilleur gouvernement d'entreprises des sociétés cotées », [http://www.medef.fr/staging/medias/upload/1507\\_FICHER.pdf](http://www.medef.fr/staging/medias/upload/1507_FICHER.pdf)

cadre de la loi sur les nouvelles régulations économiques (loi NRE) voté en mai 2001<sup>455</sup> ainsi qu'à travers la loi de sécurité financière de 2003<sup>456</sup> sur la thématique du gouvernement d'entreprise.

A la différence des Etats-Unis, les gouvernements dans l'Union Européenne comme la Commission ne paraissent pas cependant vouloir légiférer trop fortement sur le gouvernement d'entreprise. Si l'exigence s'est renforcée, l'évolution est encore celle d'une autorégulation caractérisée de manière croissante par l'obligation de respecter les codes nationaux de gouvernement d'entreprise ou d'expliquer les raisons pour lesquelles l'entreprise ne souhaite pas y satisfaire. Cette évolution, parfois qualifiée de "*comply or explain*", est à l'origine celle du Royaume-Uni.

Le nouvel outil de gouvernement d'entreprise qu'est la mise en place de codes de conduite nationaux et internationaux est allé de pair avec un activisme de plus en plus marqué des fonds de pension. Jusque là adeptes du mécanisme de la défection (exit) par la vente des actions s'ils ne se trouvaient pas satisfaits de la gestion ou de la performance des entreprises, certains vont progressivement se tourner vers le mécanisme de la prise de parole (voice). Ils entrent ainsi dans l'activisme actionnarial en encourageant l'entreprise à modifier sa stratégie par l'exercice des droits de vote que la propriété des actions des entreprises leur confère.

Les scandales financiers des années 2000 qui se caractérisent notamment par la disparition pur et simple de la retraite de milliers de salariés d'Enron exacerbent cette tendance aux Etats-Unis. CalPERS, mené par Sean Harrigan, un dirigeant syndicaliste, mène alors la vie très dure à certains des directeurs des grandes entreprises américaines, pointés du

---

<sup>455</sup> Les avancées de la loi NRE sur le gouvernement d'entreprise selon le rapport Clément commandé par l'Assemblée Nationale:

- Abaissement de 10 à 5% du seuil de détention de capital ouvrant le droit à un certain nombre d'initiatives aux actionnaires minoritaires
- Dissolution possible des fonctions de président et de directeur général
- Limitation du cumul de des mandats sociaux
- Tentative de clarification des missions du CA
- Publication de la rémunération individuelle des mandataires sociaux
- Extension du champ des conventions réglementées
- Incitation à l'utilisation des NTIC

<sup>456</sup> Les points clés pour la thématique du gouvernement d'entreprise selon la mission Clément

- Création de l'Autorité des marchés financiers (AMF)
- Renforcement de l'indépendance des commissaires aux comptes
- Rapport du président sur les procédures de contrôles internes et sur les conditions de préparation et d'organisation des réunions du conseil
- Amélioration de l'information des administrateurs
- Précision du champ des conventions réglementées
- Publicité des opérations réalisées sur les titres des sociétés
- Assouplissement des règles régissant le droit d'agir en justice des investisseurs

doigt pour leur mauvaise gestion et pour l'octroi de rémunérations ne correspondant en rien à leur contribution à la performance financière<sup>457</sup>. Les responsables d'un nombre toujours plus important de fonds de pension du secteur public prennent alors conscience de leur responsabilité d'actionnaires et se refusent de plus en plus à laisser leur pouvoir de votes aux directions des entreprises ou même d'adopter une stratégie de sortie par la vente de leurs actions. La prise de conscience semble cependant plus lente chez les autres investisseurs institutionnels que sont les compagnies d'assurance vie ou les sociétés de gestion professionnelles. Toutefois, la promulgation en janvier 2003 par la SEC, de nouvelles réglementations sur l'exercice du droit de vote pour les fonds communs de placement « mutual funds » et les conseillers en investissement devraient accélérer la prise de conscience chez certains professionnels de la gestion d'actifs. En effet, le gendarme de la Bourse américaine exige aujourd'hui de ces derniers de dévoiler leurs politiques d'exercice du droit de vote en assemblées générales d'actionnaires<sup>458</sup> et de rendre annuellement des comptes sur leurs pratiques effectives<sup>459</sup>.

En France, le mouvement vers une responsabilisation accrue des investisseurs institutionnels en matière d'exercice du droit de vote part des sociétés de gestion, rassemblées au sein de l'AFG-ASSFI, qui devient par la suite l'AFG. Cette association, dont nous avons vu dans le chapitre II que la création marque le début d'une plus grande indépendance des métiers de la gestion d'actifs par rapport aux autres métiers de la Finance, s'empare avec détermination, à peine créée au milieu des années 1990, de la question de l'exercice du droit de vote qui constitue de fait un marqueur supplémentaire de cette indépendance des détenteurs d'actions vis-à-vis du camp des émetteurs. Dès 1997, le code de déontologie de l'AFG incite ainsi ses membres à exercer les droits de vote dans l'intérêt de leurs clients. En 1997, le

---

<sup>457</sup> *The Guardian*, "The firefighter : Sean Harrigan, president of Calpers", septembre 2004, <http://www.guardian.co.uk>

<sup>458</sup> Un fonds doit révéler dans sa déclaration d'enregistrement les politiques et procédures qu'il utilise pour déterminer la manière dont il use des votes par procuration de ses portefeuilles de titres. Cette transparence inclut les procédures utilisées lorsqu'un vote présente un conflit entre les intérêts des actionnaires d'une part et ceux du conseiller du fonds d'investissement-principal soumissionnaire- ou de certaines de ses filiales d'autre part. Cette transparence s'appliquera aux résolutions déposées le 1<sup>er</sup> juillet et après.

<sup>459</sup> Un fonds doit remplir le nouveau formulaire N-PX, qui contient la totalité des résultats de ses votes par procuration sur une période de douze mois, s'achevant le 30 juin et plus tard le 31 août de chaque année. Il doit publier les informations suivantes sur chaque question sur laquelle il a été appelé à voter :

- L'identification de la question

- Si la question a été proposée par un émetteur ou un détenteur de titre

- Si et de quelle manière le fonds a voté

- S'il a voté en faveur ou contre les dirigeants des entreprises

Les fonds auront l'obligation de divulguer les premières politiques de vote par procuration au plus tard le 31 août 2004, pour une période de douze mois s'achevant le trente juin de la même année.

conseil de l'administration de l'AFG décide de mettre en place une commission du gouvernement d'entreprise, présidée par Jean-Pierre Hellebuyck. Cette commission se voit confier la publication d'un code de gouvernement d'entreprise rassemblant les demandes des gestionnaires. Les recommandations issues de ses premiers travaux, sont publiées en 1998. Elles font l'objet d'une réactualisation en 2001<sup>460</sup> et en 2004.

Dans sa version la plus récente<sup>461</sup>, le code de gouvernement d'entreprise de l'AFG demande notamment que les gérants puissent disposer d'une meilleure information et puissent exercer leur politique de vote de façon plus simplifiée. L'AFG recommande ainsi aux sociétés cotées, que figurent dans le rapport du conseil d'administration, la politique à moyen terme d'endettement de la société y compris les engagements hors bilan, la politique à moyen terme de distribution de la société et la politique de rémunération des dirigeants et les critères d'évolution. L'AFG demande aussi aux entreprises de faciliter l'exercice des droits de vote des gérants avant, pendant et après l'assemblée générale. S'agissant du rôle du conseil d'administration, le code de l'AFG souligne qu'il doit exercer son indépendance de jugement et son devoir de contrôle vis-à-vis de la direction. Il ajoute qu'il doit inscrire son action dans le cadre du développement durable de l'entreprise. Par ailleurs, l'association prend position pour l'ensemble de la communauté des professionnels de la gestion en affirmant que pour les gérants le gouvernement d'entreprise est un des éléments essentiels de la bonne gouvernance des marchés. L'AFG qui a toujours préconisé l'exercice du droit de vote aux professions de la gestion d'actifs, demande à ces derniers de développer encore leur implication dans ce domaine, en accroissant leur participation aux assemblées générales, en renforçant leur dialogue avec les émetteurs et en portant une attention plus soutenue à l'international.

Dans le contexte Post-Enron, le mouvement amorcé par l'AFG reçoit, comme aux Etats-Unis, une impulsion supplémentaire par le biais du législateur. En effet, l'article 66, de la loi de Sécurité Financière<sup>462</sup> promulgué en août 2003 impose aux sociétés de gestion d'exercer les droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent et

---

<sup>460</sup> Bollon, P, 2001, « Bien gérer, c'est aussi bien voter », *Revue d'Economie Financière*, n°63, novembre 2001.

<sup>461</sup> Hellebuyck, J-P, Vlailoir, P, 2004, « Gouvernance : les recommandations de l'AFG », *Analyse Financière*, numéro 10, janvier 2004

Bollon, P, 2003 « Il est encore long le chemin... », *Risques*, n°56, décembre 2003.

<sup>462</sup> Après l'avant-dernier alinéa (7) de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier, il est inséré un 8 ainsi rédigé :

« 8. Pour les sociétés de gestion de portefeuille, exercer les droits attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elles gèrent, dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de parts de ces organismes de placement collectif en valeurs mobilières et rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. En particulier, lorsqu'elles n'exercent pas ces droits de vote, elles expliquent leurs motifs aux porteurs de parts ou actionnaires des organismes de placement collectif en valeurs mobilières. »



demande lorsque ce droit n'est pas exercé d'en expliquer les motifs. L'AFG, qui jusque là reposait son action sur son code de déontologie et sur le règlement de la COB n° 96-03, recommandant fortement l'exercice des droits de vote attachés aux titres figurant à l'actif des OPCVM, peut à partir de cette promulgation s'appuyer sur un élément ferme et non négociable de régulation pour inciter la communauté des gérants à exercer leur droit de vote.

Parallèlement dès 1999, l'AFG met en place un programme de veille permettant d'attirer l'attention de ses adhérents sur les projets de résolutions d'assemblées générales contraires à ses recommandations, et les incitant à voter de manière active. Ce programme de veille concerne dans un premier temps uniquement les sociétés de l'indice du CAC 40. En 2002, deux nouvelles étapes sont franchies. Les alertes envoyées aux membres de l'association sont rendues publiques via le site Internet de l'association<sup>463</sup>. Le programme de veille est élargi au SBF 120.

Exercer son droit de vote pour les acteurs de la gestion d'actifs nécessite toutefois la mise en place d'une série de procédures techniques et d'apprentissage d'une expertise<sup>464</sup> sur la thématique du gouvernement d'entreprise. Certaines structures se spécialisent donc dès la fin des années 1990 dans le service aux investisseurs souhaitant exercer activement leur droit de vote dans les assemblées générales d'actionnaires. La conjoncture du milieu des années 2000 qui voit l'entrée des régulateurs et des législateurs sur le champ du gouvernement d'entreprise transforme une activité relativement modeste en un marché, dont les perspectives de croissance pourraient être très conséquentes.

L'acteur le plus important est américain et se dénomme Institutional Shareholder Services (ISS). Fondé en 1985, Institutional Shareholder Services compte 1270 clients dans le monde et fournit des recommandations de vote sur plus de 28.000 sociétés sur 102 marchés. ISS qui compte plus d'une centaine d'analystes, est aujourd'hui la seule firme spécialisée sur l'exercice du droit de vote offrant à la fois des solutions techniques pour faciliter de façon pratique le vote des investisseurs en assemblées générales d'actionnaires et des analyses approfondies de l'ensemble des résolutions sur lesquelles les investisseurs souhaitent se prononcer. Son avantage concurrentiel réside dans le développement d'un service informatique qui permet aux investisseurs de voter à partir de leur écran d'ordinateur. ISS a aussi développé des services aux Etats-Unis pour la communauté des investisseurs socialement responsables allant de la facilitation de l'exercice du droit de vote à des analyses

---

<sup>463</sup> [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)

<sup>464</sup> Voir chapitre IV

des entreprises. Il ne semble pas que ce service soit commercialisé en Europe pour le moment. ISS s'est par ailleurs associé à l'association nationale des fonds de pension anglais autour du projet RREV (Research Recommendation and Electronic Voting) qui proposent des solutions de votes aux investisseurs britanniques. En mai 2005, ISS, pariant sur l'expansion rapide du marché européen, rachète Deminor Rating<sup>465</sup>, filiale de Deminor International, société de conseil aux actionnaires minoritaires, qui constituait jusque là le leader européen du conseil aux investisseurs sur le gouvernement d'entreprise. Institutional Shareholder Services Europe conserve le siège bruxellois et les bureaux à Amsterdam et Paris de Deminor Rating. Le directeur de la structure reste aussi en place. Les 28 personnes spécialisées chez ISS sur le gouvernement d'entreprise européen rejoignent l'équipe d'une dizaine de personnes de Deminor Rating. A côté de cet acteur aux prétentions internationales, des structures plus modestes existent dans chaque pays européen.

En France, la première structure à se positionner sur ce créneau du gouvernement d'entreprise est Proxinvest. Fondée en 1995 par Pierre-Henri Leroy, ancien directeur des opérations financières au Crédit Lyonnais, l'objectif de Proxinvest est d'assister les investisseurs dans l'exercice du vote des actionnaires des sociétés cotées françaises. Proxinvest offre aux investisseurs institutionnels la possibilité d'appréhender le contenu des assemblées générales au moyen de trois services: Un ordre du jour résumé des résolutions, une « Lettre Conseil » comportant l'étude approfondie des résolutions proposées et de la gouvernance de chaque entreprise, enfin la gestion d'une politique de vote individuelle offrant systématiquement les orientations de vote correspondantes. En 2001, Proxinvest s'associe avec des structures qui lui sont identiques<sup>466</sup> en Europe pour offrir conjointement à leurs clients une couverture européenne des assemblées générales d'actionnaires. Le réseau European Corporate Governance Services (ECGS) est formé. Il offre un service de suivi des valeurs européennes permettant d'exercer les droits de vote sur les 300 premières valeurs cotées européennes. Ces structures, même si elles sont dans la mesure de procéder à des analyses approfondies sur le gouvernement d'entreprise et les dépôts de résolutions et de proposer des services personnalisés aux investisseurs qui en font la demande, n'offrent toutefois pas des solutions « clefs en mains » comme une structure comme ISS qui a développé un service de gestion des aspects purement techniques de l'exercice du droit de vote. Or en l'absence actuelle de la mise en place internationale d'un système d'exercice du

---

<sup>465</sup> *Les Echos*, 2005, « Deminor cède son activité de gouvernement d'entreprise à l'américain ISS », 26/05/05

<sup>466</sup> Pension & Investment Research Corporation à Londres, Deutsche Schutzverband für Wertpapierbesitz à Düsseldorf, CentreInfo à Fribourg, Caring Company à Stockholm et Soler Padro à Barcelone.

droit de vote électronique contrôlé par les instances de régulation, ce service constitue un avantage considérable pour des investisseurs soucieux à la fois de bénéficier d'une expertise de qualité sur la question et de pouvoir appliquer de façon rapide et efficace cette expertise.

Les grands axes du gouvernement d'entreprise grâce à l'action de l'ensemble des acteurs que nous venons d'évoquer: investisseurs institutionnels, professionnels de la gestion d'actifs, entreprises, organisations internationales et régulateurs sont aujourd'hui bien connus et font l'objet d'un large consensus parmi les multiples codes européens: l'égalité des actionnaires dans l'exercice du droit de vote, le devoir de voter des gestionnaires, la publicité des résultats de l'assemblée générale, l'accessibilité aux assemblées et aux votes, l'explication des résolutions, la transparence des travaux du conseil d'administration, la compétence et la disponibilité des administrateurs, la présence d'administrateurs indépendants, l'existence d'au moins trois comités spécialisés, la séparation des fonctions de président et de directeur général, la transparence et la mesure dans les rémunérations des dirigeants.

L'action des fonds de pension américains du secteur public et leur entrée progressive dans l'engagement actionnarial joue un rôle clef dans la diffusion de ce mouvement. La conjoncture financière marquée par les malversations et les dysfonctionnements en accélère encore le renforcement. Cet activisme actionnarial peut-il cependant être comparé à celui des investisseurs socialement responsables américains en vue des thématiques défendues jusqu'ici par ces fonds de pension ? C'est la question que nous tenterons d'éclairer maintenant en nous appuyant sur l'exemple des Etats-Unis qui constituent le berceau de ces deux formes d'activisme actionnarial.

### **3) La convergence des mouvements de l'ISR et du gouvernement d'entreprise : quand la conjoncture économique et politique rapproche les intérêts de groupes de pression différenciés**

L'activisme actionnarial porté par les fonds de pensions public américains<sup>467</sup> (Etats et collectivités territoriales) et plus modestement par les fonds syndicaux<sup>468</sup> jusqu'aux débuts des

---

<sup>467</sup> Sauviat, C, 2001, « Syndicats et marchés financiers, bilans et limites des stratégies nord-américaines. Quelle valeur d'exemple pour les syndicats en Europe », *Revue de l'IRES*, n°36, 2001-2

Pernot, J-M ; Sauviat, C, 2000, « Fonds de pension et épargne salariale aux Etats-Unis : les limites du pouvoir syndical » dans *Fonds de pension et nouveau capitalisme*, L'Année de la Régulation, vol. 4, La Découverte, Paris, 2000.

années 2000 est essentiellement tourné vers la question de la maximisation du profit de l'actionnaire. Les fonds de pension du secteur public sont le fer de lance de cet engagement actionnarial. Les fonds syndicaux menés par l'AFL-CIO se rallient souvent à eux à partir des années quatre vingt pour faire pression sur les entreprises au nom des principes du bon gouvernement d'entreprise. L'exigence du respect de certaines règles de gouvernement d'entreprise par les sociétés est présentée par ces investisseurs institutionnels, soucieux de leur responsabilité fiduciaire<sup>469</sup>, comme une garantie de l'accès à des bénéfices financiers accrus pour les actionnaires. L'élimination des dispositifs anti-OPA, l'indépendance des conseils d'administration et la limitation des rémunérations des dirigeants sont en effet leurs cibles principales. Il s'agit d'une version « shareholder » du gouvernement d'entreprise. Cet engagement actionnarial reste centré sur la défense de l'actionnaire même si certains

---

<sup>468</sup> Les fonds de pension, généralement constitués sous forme de trust indépendants de l'entreprise ou de l'administration dont ils sont issus, gèrent les cotisations des régimes de retraite versées par les employeurs et/ou les salariés, qui sont placées sur les marchés financiers. Mais l'influence syndicale est très étroitement liée au statut du fonds de pension. De ce point de vue, on distingue traditionnellement trois types de FP aux Etats-Unis : les FP du secteur public (Etats et collectivités locales), parmi les premiers régimes d'employeurs à avoir été mis en place, les fonds de pension d'employeur du secteur privé dont l'expansion remonte surtout aux années 50 et 60 et les Fonds de pension multi-employeurs, appelés aussi fonds de pension *Taft-Hartley* ou encore fonds de pension syndicaux depuis 1947 qui représente une part mineure de la capitalisation totale. Ensemble, ils concentrent en 2002 près de 7 700 milliards de dollars d'actifs et détiennent 23% de la capitalisation boursière américaine. Les fonds de pension du secteur public sont généralement parmi les plus puissants du point de vue de leur force de frappe financière, même s'ils ne représentent globalement que 40 % du total des avoirs (contre 60 % pour les fonds de pension du secteur privé). Réglementés par les Etats, ils sont en général administrés par un conseil d'administration où sont présents des représentants nommés par les Etats et des représentants élus par les salariés. Ces derniers appartiennent le plus souvent aux syndicats, mais ne représentent pas les syndicats en tant que tels ; de plus, là où ils participent directement au conseil d'administration des fonds, ils sont pratiquement toujours minoritaires. Les syndicats ont peu de pouvoir dans les fonds de pension d'employeur du secteur privé. En revanche, ils ont un grand pouvoir de décision dans les fonds de pension syndicaux.

<sup>469</sup> Le concept de responsabilité fiduciaire désigne aux Etats-Unis la relation imposée par la loi qui lie une personne ou une organisation qui accepte volontairement de gérer l'épargne d'une autre personne ou d'une autre structure. Le responsable fiduciaire a l'obligation de gérer cette épargne avec le degré maximum de prudence, d'intégrité, d'honnêteté et de transparence, de loyauté et de bonne foi. La loi ERISA de 1974 s'appuie aussi sur cette notion de responsabilité fiduciaire pour codifier le comportement des trustees. Celle-ci est définie de la manière suivante : les trustees doivent gérer l'argent des bénéficiaires dans leur seul intérêt et dans le but exclusif de leur fournir des bénéfices financiers et de payer les retraites. Ils doivent agir prudemment, diversifier leur placement pour éviter les risques de pertes financières et éviter les conflits d'intérêt. A partir des années 1980 au regard du contenu de la loi ERISA, les trustees des fonds de pension interprètent la notion de responsabilité fiduciaire comme le devoir de faire fructifier les avoirs financiers de leurs cotisants selon les théories de la diversification de portefeuille et en dehors de toutes autres considérations morales ou politiques. Les scandales financiers des années 2000 remettent en question cette interprétation de la notion de devoir fiduciaire avec une tentative de redéfinir chez la prudence fiduciaire et de diversifier les éléments qui relèvent de la responsabilité fiduciaire des investisseurs. Cette remise en question prend notamment racine dans la communauté des investisseurs socialement responsables.

Source : <http://www.efmoody.com/arbitration/fiduciary.html>

Source : <http://www.dol.gov/topic/health-plans/fiduciaryresp.htm>

Source : Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*", <http://www.unepfi.org/events/2005/roundtable/press/index.html>

syndicats comme l'AFL-CIO tentent par ce biais de renforcer le pouvoir d'une partie prenante bien précise: les syndicats, représentants de l'intérêt des salariés<sup>470</sup>.

A contrario, les investisseurs socialement responsables américains, généralement issus de la gauche radicale religieuse ou civique américaine détonent car leur défense de préoccupations morales, sociales et environnementales les positionne sur une définition du gouvernement d'entreprise centrée sur la question des parties prenantes. Si le souci de la performance à long terme ne leur est pas étrangère, leur activisme actionnarial se cristallise sur la défense de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprises : clients, salariés, fournisseurs, communauté locale, société civile, voire des générations futures par le biais de la préoccupation environnementale.

Les plus fervents promoteurs aux Etats-Unis du gouvernement d'entreprise semblent avoir, à part sur quelques grandes causes comme l'apartheid ou l'Irlande du Nord, largement ignoré jusque là les pratiques et les causes défendues par le mouvement de l'ISR. Quant aux acteurs de ce dernier mouvement, tout en restant attentifs aux questions de gouvernement d'entreprise dans leur pratique du filtrage des entreprises, ils paraissent tracer une claire ligne de démarcation entre l'activisme actionnarial pratiqué au nom du respect du gouvernement d'entreprises et celui pratiqué au nom de l'ISR.

Pourtant en 2003, le rapport annuel de l'US SIF pronostique la convergence des préoccupations de certains grands investisseurs institutionnels (fonds de pension publics) soucieux des intérêts des actionnaires avec celles des investisseurs socialement responsables concentrés sur la défense des parties prenantes. Les multiples scandales financiers qui se succèdent en 2002 (Enron, Worldcom) aux Etats-Unis ainsi qu'une conjoncture politique marquée par la prise du pouvoir des républicains contraints, face à la crise de confiance financière, de céder aux démocrates sur la promulgation de la loi Sarbanes-Oxley<sup>471</sup> paraissent singulièrement avoir joué dans la balance.

---

<sup>470</sup> A partir de 1995, L'AFL-CIO choisit de développer trois axes stratégiques d'activisme actionnarial. La constitution d'une base de données sur les participations financières des FP multi-employeurs et des FP du secteur public a été la toute première étape de cette nouvelle stratégie. A partir de là, il s'agit d'inciter les FP à investir dans des entreprises syndiquées ou non ouvertement hostiles aux syndicats. Le second axe stratégique consiste à mettre au point une base de données sur les votes des *money managers* chargés de gérer les placements des FP syndicaux. Le troisième axe vise à promouvoir les syndicats comme acteurs à part entière de la *corporate governance*. Ces derniers sont invités à faire prévaloir leurs « droits de propriétaire » pour exiger des dirigeants qu'ils agissent conformément aux intérêts des actionnaires. Cette stratégie repose sur la constitution d'un bloc de votes des FP syndicaux et d'alliances nécessaires avec d'autres actionnaires comme les FP du secteur public. Ces FP se retrouvent d'ailleurs dans le *Council of Institutional Investors*, instance politiquement très influente où les leaders syndicaux sont présents dans les instances dirigeantes.

<sup>471</sup> Signé en 4 mois en réaction aux faillites d'Enron et de WorldCom, cette loi, s'aligne de fait sur une proposition démocrate pour fixer de nouvelles règles de *corporate governance* et de surveillance des marchés financiers.

### **A) L'aspiration à la responsabilisation des investisseurs institutionnels américains**

Dans la partie précédente, nous avons évoqué la mise en place en janvier 2003 d'une réglementation par la SEC sur l'exercice du droit de vote des professionnels de la gestion d'actifs américaine. Or cette réglementation a été obtenue par un travail de lobbying qui réunit les partisans les plus actifs du gouvernement d'entreprise et de l'investissement socialement responsable. Dans une volonté de compléter les directives de la loi Sarbanes-Oxley, Domini Social Investments, un des acteurs majeurs de l'ISR américain et les syndicats AFL-CIO et Teamsters exigent par le biais d'une pétition à la SEC, la mise en place de règles de transparence sur l'exercice du droit de vote des professionnels de la gestion d'actifs.

Pour les promoteurs du gouvernement d'entreprise, l'enjeu de cette pétition est essentiellement d'assainir les pratiques des gérants de fonds qui auraient tendance à voter conformément aux souhaits des entreprises dans l'objectif de conclure des contrats de gestion de plans de retraites aux retombées financières considérables. Ainsi, le jour du passage de la réglementation, Richard L. Trumka, le représentant de l'AFL-CIO accuse publiquement le gérant Fidelity Investment de s'adonner à de telles malversations. Or, avec ces nouvelles règles, si cette société soutient des positions similaires dans le futur, ses votes ne demeureront plus secrets. Ses règles sont dès lors présentées comme une aide destinée aux épargnants pour suivre et interpréter les politiques de vote des professionnels qui gèrent leur argent. Bruce Raynor, le président d'un autre syndicat, UNITE déclare le même jour : « Il s'agit d'une vraie victoire en faveur d'une réforme des entreprises car « des fonds communs comme Fidelity ne pourront plus cultiver le secret. S'ils utilisent les votes par procuration pour favoriser l'avidité des entreprises aux dépens des investissements des travailleurs, nous le saurons et les en tiendrons responsables.<sup>472</sup> »

Pour la communauté des investisseurs socialement responsables, il s'agit certes de s'engager dans la lutte pour une transparence et une responsabilisation accrue des professionnels de la gestion mais aussi de diffuser à une échelle, qui dépasse largement le cadre de l'ISR, leur propres pratiques et conceptions de l'activisme actionnarial. En effet, la majorité des sociétés de gestion impliquées dans la pratique du filtrage ISR, mettent en place,

---

Sauviat, C, 2002, « La loi Sarbanes Oxley, une réponse précipitée et partielle aux failles du système de contrôle des marchés financiers », *Chroniques Internationales de l'IRE*, n°72, novembre 2002.

<sup>472</sup> Sri-in-progress.com, « Transparence des politiques de vote des fonds américains », 4 février 2003, Flash spécial.

Déclaration de Richard Trumka à la SEC : <http://www.aflcio.org/mediacenter>

La réaction de l'AFL-CIO : <http://www.aflcio.org/corporateamerica>

AFL-CIO Key Votes Survey : <http://www.pvstf.com>

dans les années 1990, des politiques ambitieuses en terme de dévoilement et de transparence sur leur politique de droit de vote et sur son exercice. Les règles de transparence approuvées par la SEC leur sont dès lors très faciles à atteindre car dans la plupart des cas, elles répondent déjà en totalité ou en très grande partie aux exigences formulées. Elles deviennent dès lors un exemple<sup>473</sup> à suivre pour l'ensemble de la communauté des professionnels de la gestion d'actifs qui pour la plupart ne s'est pas engagée sur cette voie d'un exercice actif et transparent du droit de vote. Certains professionnels de l'ISR ne se privent pas, dès lors, de souligner de façon aigüe les manques de certains gérants, qui après l'été 2004, n'ont rempli que très partiellement leur obligation de dévoilement et de transparence<sup>474</sup>.

Cette visibilité accrue de leurs pratiques leur permet, par ailleurs, de mettre en avant dans les médias une pratique de l'engagement actionnarial portant certes sur la dimension classique du gouvernement d'entreprise, notamment sur les résolutions déposées par les directions d'entreprises mais aussi et surtout sur les questions sociales et environnementales dans le cas du dépôt de résolutions par des actionnaires. Progressivement, la mise en avant de leurs pratiques leur permet de passer le message suivant : pratiquer un activisme actionnarial qui dépasse la stricte préoccupation de la maximisation du profit des actionnaires ne leur a, jusque là, pas été préjudiciable et ne les empêche pas de respecter leur devoir fiduciaire vis-à-vis de leurs clients. Face à la faillite de l'engagement actionnarial des fonds de pension du secteur public, qui malgré leur vigilance et leur force de frappe financière n'ont pas vraiment empêché le camp des émetteurs (direction d'entreprises, banque d'investissement, audit) de s'empêtrer dans les scandales financiers et profitant d'une inflexion du législateur américain vers de nouvelles formules de régulation, les pionniers de l'ISR peuvent commencer à diffuser plus fortement leur vision des pratiques d'investissements adéquates et souhaitables.

Pour ces derniers, le temps est venu que les marchés financiers américains fassent entrer dans la définition du gouvernement d'entreprise des préoccupations sociales et environnementales jusque là ignorées. De leur point de vue, la responsabilité fiduciaire des fonds de pension doit être réinterprétée à l'aune des transformations du capitalisme et des sociétés. Or ce renforcement du positionnement des investisseurs socialement responsables passe non seulement par le lobbying sur les règles de fonctionnement de la gestion d'actifs mais par l'activisme sur une cause environnementale précise : le changement climatique.

---

<sup>473</sup> Pax World Funds, 2005, *Proxy Voting Guidelines*, disponible sur le site internet de la société de gestion : [www.paxworld.com](http://www.paxworld.com)

Domini Social Investments, 2005, *Proxy Voting Guidelines and Procedures*, 10<sup>th</sup> edition, [www.domini.com](http://www.domini.com)  
Calvert Investments, 2004, *Global Proxy Voting Guidelines for Calvert Family of Funds*, [www.calvert.com](http://www.calvert.com)

<sup>474</sup> Baue, W, 2004, *As Mutual Funds Prepare to Reveal Proxy Votes, Guideline Disclosure Acts as Acid Test*, [www.socialfunds.com](http://www.socialfunds.com)

## **B) La lutte pour le changement climatique**

Depuis le début des années 1980, les investisseurs socialement responsables aux Etats-Unis portent une grande attention aux questions de l'environnement suite à d'importantes catastrophes environnementales comme le naufrage de l'Exxon Valdez et la catastrophe chimique de Bhopal. Pendant les années 1990, un nouveau danger environnemental commence à envahir l'agenda politique de nombreuses organisations politiques internationales : le changement climatique dont une des causes principales identifiées est l'émission de gaz à effet de serre.

Deux traités internationaux fondent la démarche de réduction des GES (Gaz à effet de serre) : la Convention cadre des Nations Unies sur les Changements Climatiques et le protocole de Kyoto. La Convention Cadre des Nations Unies sur les Changements Climatiques (CNUCC) adoptée le 9 mai 1992 à Rio de Janeiro<sup>475</sup> reconnaît l'existence de risques liés au réchauffement climatique et fixe l'objectif de stabiliser « les concentrations de gaz à effet de serre dans l'atmosphère à un niveau qui empêche toute perturbation anthropique (provoquée par l'homme) dangereuse du système climatique ». Elle affirme en outre un certain nombre de principes, tel le principe de précaution : l'absence de certitudes scientifiques absolues ne doit pas servir de prétexte pour différer l'adoption de mesures quand il y a risque de perturbations graves ou irréversibles. Le principe des « responsabilités communes mais différenciées » des Etats fait incomber la majeure partie de la lutte contre les changements climatiques aux pays développés. Entrée en vigueur le 24 mars 1994, la Convention est aujourd'hui ratifiée par 185 pays.

Le Protocole relatif à la Convention Cadre des nations Unies sur les Changements Climatiques a été adopté à Kyoto le 31 décembre 1997. Il lie légalement 36 pays industrialisés pour réduire ou limiter leurs émissions de six gaz à effet de serre (GES) de -8% à -10% par rapport aux niveaux de 1990 pour atteindre l'objectif commun d'une réduction de l'ensemble des émissions de 5% par rapport à 1990. L'objectif fixé pour les émissions de chaque pays doit être atteint entre 2008 et 2012 et sera calculé en effectuant une moyenne sur les cinq années. L'entrée en vigueur du Protocole est subordonnée à l'adhésion d'au moins 55 pays, au sein desquels les pays industrialisés (les pays de l'annexe I de la CNUCC : membres de

---

<sup>475</sup> United Nations Framework Convention on Climate Change : Texte de la convention, [www.unfccc.org](http://www.unfccc.org). Infokit « changement climatique, fiches informatives »



l'OCDE et pays d'Europe Centrale et Orientale) doivent représenter plus de 55% des émissions de GES émanant de leur groupe en 1990.

En mars 2001<sup>476</sup>, l'administration Bush alors que l'administration Clinton était fortement engagée dans le processus, refuse de signer le protocole de Kyoto et présente un plan alternatif jugé peu convaincant par de nombreux acteurs engagés sur la question. Fortement affaibli par ce désengagement américain, le protocole n'entre en vigueur qu'en 2004, année où la Russie accepte de le ratifier permettant d'atteindre les 55% des émissions de GES.

Si la décision des républicains est contestée dans le monde, elle est aussi fortement chahutée aux Etats-Unis. De nombreux groupes environnementaux, de groupes de pression, d'états ou de municipalités remettent en question ce choix par des prises de position et des engagements concrets sur la réduction des gaz à effet de serre<sup>477</sup>. Les investisseurs socialement responsables ne sont pas en reste. En s'appuyant notamment sur les travaux de la coalition environnementale CERES<sup>478</sup> dont ils sont une des principales forces, ils utilisent à partir de la fin des années 1990 leurs prérogatives d'actionnaires pour exiger une plus grande transparence des entreprises en matière de changement climatique qu'ils considèrent comme un risque sociétal majeur.

Or à la fin 2003, ils se voient rejoint sur cette question du changement climatique par des investisseurs institutionnels jusque là peu actifs sur les thématiques environnementales : les fonds de pension du secteur public et les fonds syndicaux. Le 21 novembre 2003, organisé par le CERES, se tient dans les locaux de l'ONU, le premier sommet des investisseurs institutionnels sur le changement climatique. Sont présents à la réunion les principaux représentants et portes parole des fonds de pensions du secteur public comme CalPERS (fonds de pension de retraités de la fonction publique de Californie), CalSTRS (le fond de pension de retraités de l'enseignement de Californie), le système de retraite de l'Etat de New York et du Michigan, les contrôleurs et les trésoriers d'une dizaine d'états et de collectivité territoriales

---

<sup>476</sup> *Novethic*, 2002, « Le président Bush annonce un plan alternatif au protocole de Kyoto », 15/02/2002, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

<sup>477</sup> *Novethic*, 2005, « USA : Etats et municipalité s'attaquent au réchauffement climatique », 28/05/2005, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

*Novethic*, 2005, « l'Administration Bush poursuivie pour aggravation du changement climatique », 01/09/05, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

<sup>478</sup> Créée en 1989, CERES est une coalition nationale de fonds d'investissement, d'organisation environnementales, et de différents groupes d'intérêts dont l'objectif est de promouvoir la cause environnementale auprès des entreprises et des marchés financiers. Les investisseurs qui sont membres de la coalition sont des fonds de pension public (Etats et municipalités), des sociétés de gestion socialement responsables, des investisseurs religieux, des fonds syndicaux et des fondations. Ils représentent plus de 400 milliards d'encours. CERES a notamment co-fondé la Global Reporting Initiative avec le PNUE et mis en place des principes environnementaux signés par de nombreuses entreprises américaines.

américaines. Bien que moins nombreux, des représentants de fonds syndicaux sont aussi présents. Les grands noms de la gestion d'actifs à Wall Street sont aussi conviés à ce sommet. Al Gore, le candidat démocrate malchanceux des élections présidentielles précédentes et reconverti dans la Finance, est aussi présent. Politiquement, l'assemblée présente une forte sensibilité démocrate.

Dans cette réunion, le changement climatique va être moins abordé sous son aspect de risque sociétal majeur que sous l'angle du risque financier qu'il pourrait constituer pour les investisseurs institutionnels. Le discours général va consister à souligner les implications financières potentielles du réchauffement climatique. Celles-ci sont décrites tout le long du sommet comme pouvant être très considérables en raison des transformations qu'il pourrait faire subir à terme à l'économie mondiale.

Or, si le réchauffement climatique constitue un risque financier à prendre au sérieux, les investisseurs institutionnels ont la responsabilité fiduciaire d'examiner ce risque, d'influencer les différents acteurs des marchés financiers pour en accélérer sa mesure concrète et de prendre les décisions adéquates, en regard de cette mesure, pour freiner les comportements qui accélèrent l'avènement du réchauffement climatique. Il est intéressant de constater que le registre d'argumentation n'est pas exactement similaire à celui des investisseurs socialement responsables traditionnels. Il ne s'agit pas tant ici, pour stimuler le passage à l'action, d'invoquer la nécessité politique de faire changer le comportement des entreprises pour protéger le monde d'un risque sociétal majeur, que d'employer le registre de la prudence et de la rationalité financière. Les investisseurs institutionnels doivent agir en premier lieu sur le changement climatique pour se protéger d'un risque financier qui pourrait à terme se révéler préjudiciable aux intérêts des bénéficiaires de ces plans de retraite.

Le sommet du 21 novembre débouche sur deux initiatives concrètes. En premier lieu, le réseau des investisseurs sur le risque climatique, l'INCR, pendant américain de l'initiative britannique « Institutional Investor Group on Climate Change » est créé. L'objectif du réseau est de promouvoir l'engagement des investisseurs et des entreprises dans la compréhension des risques posés par les conséquences du changement climatique sur les marchés financiers américains. La coalition CERES<sup>479</sup> devient le secrétariat de l'INCR.

---

<sup>479</sup> Il est important de souligner la nouvelle mission que CERES se donne avec la formation de l'INCR: rapprocher les mouvements du développement durable et du gouvernement d'entreprise pour améliorer les politiques publiques et privées sur le changement climatiques et autres questions sociales, environnementales et de gouvernance.

La seconde initiative est la rédaction d'un appel pour l'action sur le risque climatique, signé par six trésoriers d'états<sup>480</sup>, 2 contrôleurs d'états et de municipalités<sup>481</sup> et deux fonds de pensions syndicaux<sup>482</sup>. L'objectif général de l'appel est de demander aux instances de régulation et de législation, aux directions d'entreprises et aux professionnels de la gestion des fonds d'instituer des outils de mesure mesurant les impacts concrets de leur activité et de leur investissement sur le changement climatique et d'utiliser leur pouvoir d'influence pour faire entrer le risque climatique dans la définition de la responsabilité fiduciaire de tout investisseur.

Sur ce dernier point, la coalition d'investisseurs institutionnels réunie interpelle plus particulièrement la SEC, le gendarme de la Bourse<sup>483</sup> concernant ses exigences en matière de transparence des entreprises sur leurs pratiques environnementales. Le règlement actuel stipule que les données environnementales doivent être dévoilées si elle représente un risque financier prouvé pour la valeur ajoutée actionnariale. Toutefois, selon les signataires, ces règles édictées par la SEC sont considérées comme insuffisantes, floues et sujettes à interprétation si l'on considère le nombre d'entreprises qui n'offrent aucune information environnementale sur le risque climatique à leurs actionnaires même si ces derniers le réclament. De plus, les signataires pressent l'organe de régulation de reconnaître clairement que les actionnaires peuvent avoir le droit de voter et de déposer des résolutions demandant aux entreprises de rendre des comptes sur les risques financiers que pourraient engendrer le risque climatique.

En effet, aux Etats-Unis, s'il est possible pour tout investisseur possédant 2000 dollars d'actions depuis un an, de déposer une résolution en assemblée générale d'actionnaires et de la reconduire si elle atteint 3%, puis 6%, puis 10% des votes, il existe de fortes restrictions règlementaires sur le contenu des résolutions. Les résolutions déposées par les actionnaires ne peuvent pas porter sur le fonctionnement ordinaire de l'entreprise, sur des opérations représentant moins de 5% de ces actifs, de ses profits ou de ses ventes lors de la dernière année fiscale ou n'étant pas significativement liées à son activité. Par ailleurs, au niveau de sa philosophie, une résolution ne peut avoir pour objectif le changement radical de la marche

---

<sup>480</sup> Phil Angelides, Trésorier de l'état de Californie, Randall Edwards, Trésorier de l'état de l'Oregon, Dale McCormick, Trésorier de l'état du Maine, Denise Nappier, Trésorier de l'état du Connecticut, Jeb Spaulding, trésorier de l'état du Vermont, Robert Vigil, trésorier de l'état du Nouveau Mexique.

<sup>481</sup> Alan Hevesi, contrôleur de l'Etat de New-York, William Thompson, contrôleur de la ville de New-York.

<sup>482</sup> Steve Albrecht, directeur exécutif de SEIU, William J. Boarman, Président du conseil d'administration du trustee CWA/ITU Negotiated Pension Plan.

<sup>483</sup> A la suite de l'appel, ses signataires et quelques autres investisseurs institutionnels envoient une lettre à la SEC: Baue William, 2004, « Thirteen Pension Funds Call on SEC to Require Disclosure on Climate Change Risk », 16 avril 2004, <http://www.socialfunds.com/news/print.cgi?sfArticleId=1396>

d'une entreprise mais une évolution graduelle des pratiques en vigueur<sup>484</sup>. Ce positionnement de la SEC est fortement contesté par les actionnaires engagés de tout bord car elle permet aux entreprises de faire retirer certaines de leurs résolutions par un travail d'argumentation sur le périmètre « du fonctionnement ordinaire de l'entreprise » et de réduire considérablement par ce biais leur pouvoir de pression.

Les signataires de l'appel engagent aussi les investisseurs institutionnels à se doter de politiques de vote comportant une section sur leur soutien aux initiatives des entreprises transparentes sur le risque climatique et à voter pour toute résolutions d'actionnaires portant sur ces questions. Au nom de leur responsabilité financière, la question du changement climatique entraîne donc finalement certains investisseurs institutionnels à tenter de faire pression sur le régulateur pour éliminer les entraves à la prise en compte sérieuse de ce phénomène et à s'avancer sur une vision de l'engagement actionnarial qui dépasse le cadre classique du gouvernement d'entreprise.

Les signataires de l'appel ne se contentent pas de mettre en avant des principes, ils les appliquent. L'Etat du Connecticut<sup>485</sup> possède depuis l'année 2000 une politique d'exercice du droit de vote comportant à la fois des éléments sur le gouvernement d'entreprise, sur le social et l'environnement en vertu des statuts de l'état du Connecticut qui exige du Trésorier une considération des implications sociales et environnementales de tout investissement<sup>486</sup>. L'Etat du Connecticut a ainsi participé à la campagne actionnariale sur le dévoilement du risque climatique auprès de la firme American Electric. Le trésorier de l'Etat du Maine, Dale Mac Cormik affronte Lee Raymond, le dirigeant d'Exxon Mobil lors de l'assemblée générale d'actionnaire de 2004 du groupe sur la question du risque climatique<sup>487</sup>. Phil Angelides, trésorier de l'Etat de Californie enjoint le conseil d'administration de CalPERS dont il est un membre influent, de s'engager plus fermement dans un engagement actionnarial environnemental et de financer de façon préférentielle des entreprises vertes et respectueuses de leur environnement naturel<sup>488</sup>. Par le passé, cet acteur a joué un rôle très important dans le choix de CalPERS de désinvestir de l'industrie du tabac et de se désengager de dix pays émergents ne respectant pas les règles du gouvernement d'entreprise.

---

<sup>484</sup> Développement durable et gouvernement d'entreprise, p101-181

<sup>485</sup> <http://www.state.ct.us/ott/corpgovoverview.htm>

<sup>486</sup> Voir les communiqués de presses du Bureau du Trésorier d'état du Connecticut 2003, 2004, 2005 : <http://www.state.ct.us/ott/press2005.htm>

<sup>487</sup> Roner, L., 2004 "U.S. News: Maine's treasurer says Exxon Mobil dismissed climate change" 2 June 2004, <http://www.ethicalcorp.com/content.asp?ContentID=2136>

<sup>488</sup> William Baue, 2004, "California Treasurer Proposes Environmental Screening for State Pension Investments", 06/02/04, <http://www.socialfunds.com/news/print.cgi?sfArticleId=1336>

Cet engagement marqué sur le risque climatique des ces acteurs politiques démocrates est une des manifestations d'une volonté plus générale de réformer le capitalisme américain en remettant en cause les grands préceptes de Wall Street et de forcer le pouvoir fédéral à aller plus loin dans les réformes entamés par la loi Sarbanes Oaxley. En 2003, Phil Angelides, soutenu par d'autres fonds de pension, exige la démission de Richard Grasso, le président du New York Stock Exchange, la Bourse américaine, en raison du mauvais exemple que donne à la communauté financière son salaire exorbitant en regard des règles du gouvernement d'entreprise. Richard Grasso quitte son poste le jour suivant. Alan Hevesi, le responsable de la gestion du système de retraite de l'Etat de New York (troisième fonds de public par ses encours) entame et gagne en 2005 un procès pour fraude contre la firme Worlcom<sup>489</sup>.

Même si le personnel politique de ces fonds de pension du secteur public, au poids financier considérable, entre dans l'engagement actionnarial environnemental sous la bannière de la défense de leurs intérêts financiers et avec des visées électorales sous-jacentes, les investisseurs socialement responsables traditionnels voient très vite dans l'approfondissement d'un partenariat avec ces trésoriers et autres contrôleurs gouvernementaux une occasion inédite d'élargir la base du mouvement de l'ISR et partant d'exercer une force de pression, inégalée jusque là, sur les organes de régulation et l'Etat fédéral.

### **C) Le rapprochement des deux courants d'activisme actionnarial : un levier pour l'ISR?**

En janvier 2004, Joe Keefe (Calvert Group) et Steve Lydenberg (Domini Social Investments), piliers de l'ISR américain et occupant des postes de directions dans les deux plus grandes sociétés de gestion socialement responsables américaines, publient un guide édité par l'US SIF<sup>490</sup> à destination des trésoriers d'Etats et des législateurs. Intitulé *Gouvernement d'entreprise, Responsabilité sociale et obligations de la Propriété*, le guide propose, dans une première partie, des nouveaux chemins d'actions pour les investisseurs institutionnels soucieux de faire se rencontrer leur responsabilité fiduciaire et leurs devoirs d'actionnaires. La communauté des investisseurs socialement responsables suggère ainsi à ces investisseurs d'avoir un exercice actif et transparent de leurs droits de vote, d'entrer dans un dialogue actif avec les entreprises sur les questions sociales, environnementales et de gouvernement d'entreprise et d'offrir des options d'investissement socialement responsable à

---

<sup>489</sup> Greider, W, 2005, "Are public pensions funds the real progressive power?", 24 février 2005, <http://www.alternet.org>

<sup>490</sup> Organisation non lucrative de promotion et de recherche sur l'ISR. Voir chapitre I.

leurs participants. La seconde partie s'intéresse aux moyens potentiels pour les législateurs de chaque état de s'assurer que les chartes des entreprises présentes dans leur juridiction prennent leur responsabilité vis-à-vis des actionnaires, des parties prenantes et de la société civile. Parallèlement, Steve Lydenberg, dans un rapport sur l'avenir du mouvement de l'ISR presse les investisseurs institutionnels de se rallier aux pratiques initiées par les acteurs de l'ISR et pronostique une montée en puissance effective des pratiques de filtrage et d'activisme actionnarial par l'adhésion de plus en plus massive d'investisseurs institutionnels puissants<sup>491</sup>.

Les investisseurs socialement responsables tentent ainsi, à la faveur du brutal changement d'atmosphère sur les marchés financiers américains, consécutifs aux nombreux scandales et dysfonctionnements commençant à poindre dès 2002 mais se poursuivant en 2003 et 2004<sup>492</sup>, d'imposer, progressivement, leurs propres définitions du statut d'actionnaire, de l'engagement actionnarial et de la responsabilité fiduciaire<sup>493</sup>.

Ces dernières au nom de principes moraux et politiques, remettent en question l'orthodoxie de la communauté financière sur le culte de la maximisation de la valeur ajoutée pour l'actionnaire, sur les théories de la diversification des portefeuilles et les stratégies de spéculation à court terme peu propices à la prise en compte des questions éthiques sociales et environnementales. Au milieu des années 2000, après avoir exigé pendant une trentaine d'années, un engagement plus conséquent des fonds de pension publics dans l'ISR, ils se voient progressivement rejoints par certains représentants de ces investisseurs financiers puissants qui partagent certains de leurs convictions sur l'avenir des marchés financiers et sont animés par une même volonté progressiste de réforme.

Ces nouveaux partenaires, habitués au coulisses du pouvoir économique et politique, ont offert au mouvement de l'ISR une stratégie de lutte jusque là peu explorée par ces derniers. Pour véritablement changer le monde, il faut exercer un travail de pression pour convaincre les régulateurs du système financier de reconnaître que les risques sociétaux sont aussi des risques financiers devant être pris en compte systématiquement dans la mesure de la richesse d'une entreprise. Il devient dès lors judicieux de se placer plus clairement sur le plan de la rationalité et de l'argumentation financière pour faire passer des options au départ politiques et morales.

---

<sup>491</sup> Lydenberg, S, 2002, "Envisoning Socially responsible investment, a model for 2006", [www.domini.com](http://www.domini.com)

<sup>492</sup> Social Investment Forum, "New handbook provide state officials with guide to responsible investment", <http://www.socialinvest.org/areas/news/012004release.htm>.

<sup>493</sup> Kinder; P, 2005, *Pensions & the Companies They Own: New Fiduciary Duties in a Changing Social Environment*, discours du 11 mars 2005 à L'Université de Boulder, Colorado, [http://www.kld.com/resources/papers/UniversityOfColorado\\_050311.pdf](http://www.kld.com/resources/papers/UniversityOfColorado_050311.pdf).

L'activisme actionnarial américain et par conséquent l'ISR américain est peut-être en train de subir de profondes transformations sous l'effet conjoint de nouvelles régulations, de l'éclosion de nouvelles coalitions entre acteurs, de l'expérimentation de nouvelles stratégies activistes et de la montée en puissance des interrogations sociétales par le prisme financier.

Cette volonté de peser directement sur le corps politique pour réformer les conditions et les pratiques d'épargne fait penser à l'action passée de certains progressistes américains qui font au tournant du vingtième siècle de la consommation un vecteur de pression forte sur l'Etat<sup>494</sup>. A cette époque, l'intérêt des progressistes américains pour la consommation se cristallise sur le problème d'une pratique de la citoyenneté à moderniser car se révélant inadéquate face aux changements économiques majeurs qui transforment un pays rural et agricole en une puissance urbaine et industrielle.

L'association des investisseurs socialement responsables et de certains responsables politiques et syndicaux autour d'une volonté de réforme des pratiques des acteurs de la Finance aux Etats-Unis pourrait dès lors par analogie être interprétée comme une volonté de réconcilier une pratique de la citoyenneté qui a intégré, bon grès mal grès, la possibilité théorique d'une consommation engagée et activiste mais qui doit faire face à un nouveau changement économique majeur : la transformation des Etats-Unis en une puissance de la Finance, interdépendante du reste du monde.

Historiquement, aux Etats-Unis, la figure du citoyen a fini, par endroit, par coïncider avec celle du consommateur. Ce phénomène peut-il se produire, à une échelle plus grande que la communauté des investisseurs socialement responsables, pour la figure de l'actionnaire et in fine de l'épargnant, dont l'irresponsabilité et le détachement vis-à-vis de la gestion des entreprises, sont souvent considérés comme des caractéristiques intrinsèques, elles-mêmes ancrées dans une réalité organisationnelle et structurelle du fonctionnement des marchés financiers<sup>495</sup>? L'actionnaire moderne est-il condamné à rester celui qui ne porte qu'un intérêt

---

<sup>494</sup> En 1908, La national Consumer League (NCL) met en place une action de lobbying qui amène la Cour Suprême d'Oregon à soutenir la loi sur le temps de travail de l'état d'Oregon. Source : Glickman, Lawrence, B., 2004, « Consommer pour réformer le capitalisme américain, le citoyen et le consommateur au début du vingtième siècle », n°62, *Sciences de la Société*, Editions PUM, p17-43

<sup>495</sup> « L'acquéreur d'actions ne contribue pas à l'augmentation du stock d'épargne de l'entreprise, donc au financement de nouveaux investissements. Il ne prend pas le risque d'un nouvel investissement. Il ne fait qu'estimer les chances de voir la valeur de l'action de la dite entreprise augmenter. Ce faisant, il contribue à maintenir la liquidité du marché en permettant à d'autres actionnaires de convertir leurs actions en liquide. Clairement, il ne peut ni ne veut contribuer à l'activité de l'entreprise » : Réflexion de Berle citée par Sauviat, 2002, op.cit, cristallisant l'opinion courante des penseurs de sensibilité de droite comme de gauche sur le statut de l'actionnaire, définition que les tenants de la responsabilité sociale des entreprises et des parties prenantes

économique de court terme vis-à-vis de l'entreprise ou peut-il aussi devenir un citoyen que les conséquences sociales et économiques des pratiques des entreprises préoccupent à la fois en terme de rationalité financière et en terme d'enjeux politiques?

Seul l'avenir pourra statuer sur cette question. Nous pouvons nous demander maintenant si en France, qui ne connaît pas la même tradition historique marquée d'action politique par la consommation<sup>496</sup> et par l'épargne<sup>497</sup>, le mouvement de l'ISR français est le théâtre de la même ébullition sur l'engagement actionnarial que celle à l'œuvre, outre-atlantique.

## **II) La gestion d'actifs ISR en France et l'activisme actionnarial**

En comparaison de ce qui peut se dérouler aux Etats-Unis, les sociétés de gestion offrant des produits ISR en France ont peu exploré au départ le volet de l'activisme actionnarial, l'énergie de l'ensemble des acteurs étant concentrée sur la construction des conditions de production du filtrage des entreprises selon un jugement extra-financier. Toutefois la connaissance des expériences américaines et anglo-saxonnes souvent plus avancées sur ce volet mais aussi les évolutions règlementaires concernant notamment l'exercice du droit de vote font progressivement évoluer les comportements de ces acteurs professionnels.

Sur l'exercice du droit de vote, la dimension socialement responsable reste souvent encore mineure dans le déploiement d'un processus plus large d'apprentissage de droits de vote conformes aux règles du gouvernement d'entreprise. Face à l'activisme actionnarial américain ou britannique qui repose sur une confrontation plus ou moins directe avec les directions d'entreprises, les offreurs opérant sur le marché français de l'ISR en France se positionnent sur une pression indirecte et plus informelle des entreprises par le biais de la recherche d'informations extra-financières que nécessite la pratique du filtrage.

---

remettent en partie en question en arguant que l'actionnaire peut avoir d'autre intérêt que la maximisation de son profit à court terme.

<sup>496</sup> Canu, R, Cochoy F., 2004 « La loi de 1905 sur la répression des fraudes : un levier décisif pour l'engagement politique des questions de consommation », *Sciences de la Société*, n°62, p69-90

<sup>497</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2002, *L'investissement socialement responsable : comparaison historique et interculturelle entre la France et les Etats-Unis* Mémoire de DEA, Université René Descartes, Paris 5



## **1) Un exercice du droit de vote en cours de structuration technique et politique**

L'analyse de l'entretien de Sabine, analyste ISR buy side<sup>498</sup> ainsi que l'observation participante démontre que l'exercice du droit de vote par les professionnels de la gestion d'actifs dépend à la fois de conditions techniques précises mais aussi d'une volonté politique interne à la société de gestion de se lancer dans cet exercice. Pour « mettre en place la tuyauterie » permettant l'exercice du droit de vote, expression que nous empruntons ici à Sabine, il est nécessaire de s'en voir donner les moyens. Nous présenterons ici en premier lieu les pratiques que nous avons pu saisir chez les sociétés de gestion de notre panel avant de revenir sur les représentations de ces acteurs concernant le droit de vote.

### **A) Les pratiques des sociétés de gestion en matière d'exercice du droit de vote**

#### **a) Un petit rappel sur les droits des actionnaires en France**

Même si les droits nationaux ont tendance à converger à travers le mouvement du gouvernement d'entreprise sur la question de l'exercice de leurs droits de vote par les actionnaires, il existe certaines distinctions techniques et juridiques. Comme la majorité de notre panel d'enquêtés est plus particulièrement concernée par la participation aux assemblées générales d'entreprises obéissant à la juridiction française, nous rappellerons ici le fonctionnement de ces assemblées générales et les diverses modalités d'actions qui s'offrent à l'actionnaire dans ce pays.

Les entreprises organisent tous les ans une assemblée générale dont l'un des buts est de soumettre une liste de résolutions à l'approbation des actionnaires. Ces derniers sont invités à se prononcer de manière individuelle sur chaque résolution. Ces résolutions ont majoritairement rapport avec ce que l'on englobe sous le terme de gouvernement d'entreprise : le renouvellement des membres du conseil d'administration, l'émission de nouvelles actions, l'attribution de stock-options. Un mois avant l'assemblée, sa tenue est annoncée dans le BALO (bulletin des annonces légales) avec la liste des résolutions. En pratique, les actionnaires ont été informés soit par la banque où sont déposées leurs actions,

---

<sup>498</sup> Voir chapitre IV

soit par les entreprises. En ce qui concerne les OPCVM, ce sont les gestionnaires et éventuellement les analystes qui sont mis au courant et qui se voient déléguer la charge de voter pour l'ensemble des souscripteurs. L'entreprise ouvre alors une liste de présence. Ceux qui le souhaitent peuvent s'inscrire jusqu'au troisième jour avant l'assemblée générale. Du moment où l'actionnaire est inscrit, ses titres sont gelés jusqu'à l'assemblée générale. Les actionnaires, lors de cet événement, sont amenés à voter pour ou contre les résolutions proposées par l'entreprise. Ils peuvent voter en blanc, c'est-à-dire qu'ils laissent leur droit de vote au président de l'assemblée générale, ce qui revient à laisser leur pouvoir de vote à l'entreprise. Ils peuvent voter par procuration c'est-à-dire qu'ils délèguent leur droit de vote à une tierce personne mais aussi par correspondance ou physiquement. Souvent, les assemblées générales d'actionnaires sont des simples chambres d'enregistrement entérinant les orientations choisies par les directions d'entreprise. Cependant, les actionnaires disposent d'une série de pratiques leur permettant de sortir de la passivité. Cinq voies légales d'initiatives sont ouvertes à l'actionnaire lors de ces assemblées générales<sup>499</sup>.

L'actionnaire peut poser une question orale au président de l'assemblée. Il s'agit d'une modalité d'activisme répandue et encouragée par les sociétés françaises. La séance de questions orales se déroule généralement après la présentation des résultats annuels et avant le vote des résolutions. C'est une prise de parole à pure portée consultative qui n'engage en rien la direction. Cependant, elles peuvent permettre d'apprendre des faits importants ne figurant pas dans le dossier d'information des actionnaires et d'obtenir un écho dans la presse.

La deuxième modalité potentielle est la question écrite au Conseil d'administration. Elle est envoyée par courrier recommandé au Conseil d'administration ou au Conseil de surveillance. La question est généralement lue lors de l'assemblée générale et la direction est dans l'obligation d'y apporter une réponse, souvent d'ordre diplomatique, qui sera portée au procès verbal. L'actionnaire, en prévenant à l'avance la presse de sa démarche, peut avoir un impact encore plus fort.

Le troisième type d'initiative est l'amendement complémentaire d'une résolution proposée par le Conseil d'administration. En France, le pouvoir de l'assemblée ne se limite pas à l'acceptation ou au rejet de chaque résolution. Tout actionnaire peut proposer un ou plusieurs amendements aux résolutions avant ou pendant la séance à condition qu'ils s'inscrivent dans l'ordre du jour.

---

<sup>499</sup> La description des 5 initiatives est tirée de Leroy, Pierre Henri, 2003, « Les avancées récentes de l'activisme actionnarial », in *Développement durable et gouvernement d'entreprise, un dialogue prometteur*, Les cahiers de l'ORSE, Editions de l'Organisation, p143-151.

La quatrième modalité est l'amendement, cette fois ci contradictoire d'une résolution proposée par le Conseil. La procédure est similaire à celle de l'amendement complémentaire.

La cinquième initiative ouverte à l'actionnaire est la proposition de nouvelles résolutions. Cette initiative obéit à certaines conditions. Pour déposer une résolution, le ou les actionnaires doivent détenir conjointement une proportion supérieure à un certain seuil du capital social d'une société : 5% pour les sociétés dont le capital social est inférieur ou égal à 763.000 euros, ce pourcentage est dégressif jusqu'à 0,5% pour les très grandes entreprises. Une association d'actionnaire qui détient entre 5 et 1% des droits de vote (variation selon le CS) ou un comité d'entreprise, selon une des propositions de la loi NRE, peuvent aussi déposer une nouvelle résolution.

Comparativement aux Etats-Unis, le droit français a établi des conditions plus restrictives pour soumettre un projet de résolution puisqu'il suffit là-bas d'être à la tête de 2000 dollars d'actions depuis un an pour déposer une résolution. En revanche sur le contenu des résolutions, là où la SEC a posé des limites très strictes à l'exercice, en France, il n'existe aucune limite substantielle ou procédurale concernant la nature des projets de résolutions soumises par des actionnaires. N'importe quel sujet peut être abordé même s'il n'a aucun rapport avec l'ordre du jour sous réserve de sa légalité.

Aucun obstacle juridique ne s'oppose donc à priori à l'élaboration par des actionnaires, en nombre suffisant et organisés, de projets de résolutions touchant au développement durable. Avant de nous interroger sur l'utilisation de l'ensemble de ces modalités par notre panel d'observation, nous nous concentrerons sur leur participation effective aux assemblées générales et à ses supports techniques et politiques.

#### *b) Les enquêtes et la participation aux assemblées générales d'actionnaires*

Par participation aux assemblées générales d'actionnaires, nous entendons le fait d'exercer son droit de vote en assemblée générale des entreprises dans laquelle la société de gestion est investie par le biais de ses fonds, qu'ils possèdent ou non une orientation socialement responsable. Cette participation peut donc parfois consister à voter en blanc, c'est-à-dire à laisser intégralement son droit au vote au président de l'assemblée générale ce qui revient à laisser son pouvoir de vote à l'entreprise.

Lors de l'enquête par questionnaire qui s'est déroulé sur l'année 2004, nous avons interrogé les 28 sociétés de gestion concernées sur leur participation aux assemblées générales de l'année précédente (2003) et de l'année en cours :

| <b>Participations<br/>aux<br/>Assemblée<br/>Générales</b> | <b>AG 2003</b> | <b>AG 2004</b> | <b>NSP</b> |
|-----------------------------------------------------------|----------------|----------------|------------|
| <b>% de SG</b>                                            | 82%            | 86%            | 11%        |

Tableau 38 ET : taux de participation aux assemblées générales d'actionnaires

Le taux de participation déclarée est assez élevé puisque plus de 80% des sociétés de gestion déclarent avoir cette pratique. Seulement 7% en 2003 et 3% en 2004 ne se prononcent pas sur leur participation aux assemblées générales. Nous pouvons comparer ces chiffres à ceux recueillis par l'AFG en 2003 sur l'exercice du droit de vote par ses membres. A la question « la société de gestion a-t-elle participé aux assemblées générales ? », environ 72% de la centaine de répondants interrogés répondent par l'affirmative. Tout en restant prudent, il semble que notre échantillon de sociétés de gestion se distingue par des pratiques un peu plus marquées concernant cette participation.

| <i>Nombre de oui en % :</i>                                                                                                                | <i>1999</i> | <i>2000</i> | <i>2001</i> | <i>2002</i> | <i>2003</i> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 1. La société de gestion a-t-elle élaboré une politique de votes aux Assemblées générales ?                                                | 12          | 62,27       | 97,03       | 89,74       | 74,75       |
| 2. La société de gestion a-t-elle informé ses équipes de gestion de l'existence des recommandations AFG et de leur contenu ?               | 92,5        | 92,72       | 57,58       | 64,66       | 94,06       |
| 3. La société de gestion a-t-elle participé aux Assemblées générales ?                                                                     | 52,6        | 41,28       | 62,24       | 64,22       | 72,82       |
| 4. La société de gestion s'est-elle opposée par son vote à un projet de résolution ?                                                       | 43,3        | 42,72       | 40,21       | 51,35       | 57,69       |
| 5. La société de gestion a-t-elle informé les souscripteurs de sa pratique en matière de droit de vote dans le rapport annuel de l'OPCVM ? | 47,7        | 53,70       | 56,25       | 65,77       | 82,61       |

110 réponses en 2000

101 réponses en 2001

116 réponses en 2002

101 réponses en 2003

Les sociétés qui répondent à ce questionnaire représentent environ 90% des actifs gérés.

AFG – Mars 2004

Toutefois, il faut aller plus en avant dans la description de cette participation aux assemblées générales car son périmètre peut fortement varier d'une société de gestion à une autre : En effet, une société de gestion par le terme de participation peut signifier tout aussi bien sa participation à une comme à mille assemblées générales. Deux des principaux critères pour mesurer l'ampleur de cette participation sont le facteur géographique d'implantation des

entreprises mais aussi l'orientation des fonds pour lesquels la société de gestion exerce son droit de vote.

| <b>Périmètre de la participation aux AG</b> | <b>Entreprises du pays d'implantation d'origine</b> | <b>Entreprises Europe</b> | <b>Fonds ISR</b> | <b>Tous fonds ouverts gérés</b> | <b>NSP</b> |
|---------------------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------|------------------|---------------------------------|------------|
| % de SG                                     | 46%                                                 | 21%                       | 7%               | 11%                             | 14%        |

Tableau 39 : ET : Périmètre de participation aux assemblées générales d'actionnaires

Il faut d'abord souligner ici un flou des réponses de nombreuses sociétés de gestion sur leur périmètre effectif de participation. En effet, elles sont 14% à ne pas donner d'indication sur le nombre d'entreprises ou encore sur l'orientation des fonds pour lesquels elles participent aux assemblées générales.

Environ la moitié du panel précise que sa participation aux AG n'est effective que pour les entreprises qui sont cotées dans son pays d'origine alors que leur périmètre d'investissement est le plus souvent international. C'est surtout le cas d'offreurs d'origine française qui participent uniquement aux assemblées générales de groupes français. Une seule société d'origine étrangère est dans ce cas pour son propre pays d'origine. Les arguments évoqués traditionnellement ici pour justifier cette délimitation du périmètre sont le coût financier et la complexité technique d'exercer son droit de vote à l'étranger.

A la suite, 21% des enquêtés déclarent avoir élargi leur périmètre de participation à la zone Europe sans avoir encore atteint un périmètre international. En pratique, il s'agit souvent de sociétés de gestion qui participent systématiquement aux assemblées générales des entreprises de leurs pays d'origine et qui votent plus ponctuellement pour des entreprises européennes.

Finalement un nombre assez réduit de sociétés de gestion (11%) peut faire état d'une participation systématique aux assemblées générales de l'ensemble des entreprises dans lesquelles ses différents fonds sont investis. Celles qui déclarent le faire sont des structures aux moyens financiers importants et présentant une forte implication dans le domaine de l'ISR.

Un nombre encore plus réduit de sociétés de gestion, 7%, déclare faire le choix de ne participer qu'aux assemblées générales des entreprises dont les titres font partie de leur portefeuille de fonds ISR. SG3 par exemple a choisi de participer physiquement à un nombre réduit d'assemblées générales des entreprises françaises faisant partie de son fonds ISR. SG

31 participe systématiquement aux assemblées générales de l'ensemble des valeurs européennes contenues dans ses portefeuilles ISR.

La participation aux assemblées générales, si elle se présente comme haute de façon générale, se révèle fortement hétérogène d'une société de gestion en terme d'ampleur et d'impact. Le recours à des prestataires de service et l'appui sur une politique plus ou moins officialisée d'exercice du droit de vote conditionnent fortement les conditions de cette participation.

c) Le soutien des prestataires de service et des politiques de droit de vote

Exercer son droit de vote de façon active nécessite simultanément d'une société de gestion de maîtriser un processus technique permettant de faire passer ses choix de vote jusqu'à l'entreprise et d'intégrer un corpus de connaissances et d'analyses à même de lui permettre d'énoncer ses décisions de vote. Certains prestataires de services se sont donc créés autour de la décennie 1990 pour répondre aux besoins des sociétés de gestion en la matière. La plupart d'entre eux se sont spécialisés sur la création de dispositifs de jugement axés sur les grands critères du gouvernement d'entreprise permettant aux sociétés de gestion de construire leur propre opinion sur les résolutions qui leur sont soumises par les directions d'entreprises et plus rarement par d'autres actionnaires.

Un des ces prestataires, une structure américaine ISS, a complété cette offre par la mise en place de solutions informatiques facilitant l'exercice technique du droit de vote. En effet, le vote reste aujourd'hui en France une procédure peu automatisée en raison des pratiques de travail d'une catégorie d'acteurs jouant les intermédiaires entre les sociétés de gestions d'actifs et les entreprises : les dépositaires. Selon nos observations, une société de gestion souhaitant exercer son droit de vote voit son dépositaire lui envoyer un bulletin de vote papier pour chacune des participations sur lesquelles elle désire voter. Les sociétés de gestion sont alors dans l'obligation de gérer une paperasse assez conséquente dans des délais de temps très limités car la décision de vote en raison de la chaîne d'intermédiaires concernés et les délais assez courts impartis doit se prendre très rapidement. Or ISS a mis en place une plate forme électronique de vote qui prend en charge pour le gérant la relation aux dépositaires, ce qui allège considérablement la tâche impartie dans notre cas de figure aux analystes ISR buy side. L'ensemble des sociétés de gestion de notre panel se sont-elles

équipées des services de ces différents fournisseurs de services sur l'exercice du droit de vote?

Selon les résultats du questionnaire, il semble qu'elles soient une grande majorité à avoir recours à ce type de service puisqu'elles sont 68% contre 32% à déclarer y avoir recours. Nous traiterons d'abord de ces deux premiers tiers du panel avant de revenir sur le dernier tiers qui n'y a pas officiellement recours.

La majeure partie des sociétés de gestion (74%) ayant recours à ce type de service n'a qu'un seul prestataire à la différence de la tendance à l'œuvre dans le recours aux prestataires d'informations extra-financières<sup>500</sup>. A peine un quart du panel déclare avoir recours à plus d'un seul prestataire sur l'exercice du droit de vote. Les sociétés de gestion concernées sont essentiellement les structures les plus puissantes de la gestion française, qui ont recours à la fois à un prestataire implanté localement et à un ou deux prestataires couvrant un échantillon plus international d'assemblées générales.

| <b>Nombre de prestataires utilisés</b> | <b>1</b> | <b>2</b> | <b>3</b> |
|----------------------------------------|----------|----------|----------|
| <b>% de SG</b>                         | 74%      | 21%      | 5%       |

Tableau 40 ET: l'utilisation des prestataires de l'exercice du droit de vote

Proxinvest est le prestataire de service et de conseil le plus fréquemment cité par notre échantillon. Servi pas son origine locale et son implication historique sur la question du gouvernement d'entreprise notamment à travers l'action de son fondateur Pierre-Henri Leroy, l'organisme fournit des analyses sur les résolutions proposées par les directions d'entreprises du SBF 120.

| <b>Prestataires GE</b> | <b>Proxinvest</b> | <b>ISS</b> | <b>Deminor Rating</b> | <b>ECGS</b> | <b>Autres</b> | <b>NSP</b> |
|------------------------|-------------------|------------|-----------------------|-------------|---------------|------------|
| <b>% de SG</b>         | 47%               | 42%        | 26%                   | 11%         | 5%            | 0%         |

Tableau 41 ET : Les prestataires de l'exercice du droit de vote

A la suite, les prestataires les plus fréquemment cités sont ISS avec 42% des suffrages et Deminor Rating avec 26%. ISS, comme nous l'avons déjà souligné, est une société américaine offrant une couverture internationale des assemblées générales d'actionnaires et des solutions techniques pour le vote. Elle est à la fois plébiscitée dans l'enquête par des sociétés d'origine étrangère et des sociétés de gestion d'origine française soucieuses de voter

<sup>500</sup> Voir chapitre IV

sur un périmètre international. Deminor Ratings, société d'origine belge, offre essentiellement ces services aux sociétés de gestion du panel issus de Belgique et de Suisse. Il est à noter que ces deux structures ont fusionné au printemps 2005. 11% des enquêtés citent par ailleurs l'European Corporate Governance Network (ECGS), réseau européen de structures nationales dédié au conseil sur le gouvernement d'entreprise et l'exercice du droit de vote. Une seule société de gestion cite une solution alternative. Pour exercer son droit de vote, SG 17 n'a pas strictement recours au conseil d'un prestataire de service mais a conclu un partenariat avec un investisseur institutionnel qui a développé sa propre analyse des assemblées générales d'actionnaires.

A côté de ce groupe de sociétés de gestion, un autre tiers déclare lui ne pas avoir recours à ce type de prestation. Dans ce groupe, nous retrouvons en nombre les sociétés de gestion faisant partie de groupes de retraite et de prévoyance et des sociétés de gestion françaises à la taille financière modeste mais aussi des sociétés de gestion étrangères. Certaines ne semblent pas très préoccupées par cette question de la construction des conditions actives du droit de vote car elles paraissent avoir fait le choix de ne pas voter ou de systématiquement voter en blanc. D'autres au contraire présentent un réel intérêt pour la question. Elles déclarent alors souvent se référer aux recommandations de l'Association française de gestion (AFG) pour exercer leur droit de vote.

L'observation participante permet de déceler chez certains analystes ISR buy side chargés de la mise en place de l'exercice actif de droit de vote un agacement vis-à-vis des tarifs pratiqués par un prestataire de service comme ISS pour fournir des solutions techniques à l'exercice du droit de vote à l'échelle internationale. Ces coûts sont souvent jugés comme dissuasifs par ces structures de taille financière modeste, d'autant plus qu'exercer son droit de vote crée aussi des frais auprès des dépositaires. Les sociétés de gestion, au poids financier plus important, semblent alors mieux armées dans l'acquisition de ces soutiens techniques et informationnels à l'exercice du droit de vote car elles peuvent notamment négocier des solutions forfaitaires plus avantageuses en raison de leur taille et de leur influence.

Les sociétés de gestion sont dans des positionnements hétérogènes sur l'accès à ces prestations de service et de conseil, ce qui conditionne en partie leurs capacités techniques de participer aux assemblées générales d'un éventail élargi d'entreprises. La taille et le poids financier des structures semblent jouer dans les modalités de cette acquisition. Toutefois,



comme en atteste le récit de Sabine<sup>501</sup>, c'est aussi la volonté politique des cadres dirigeants d'une société de gestion qui joue un rôle dans le choix de voter et donc dans l'acquisition de ces dispositifs. Cette volonté politique se traduit aussi souvent par la rédaction par la société de gestion d'une politique officielle ou de lignes de conduites formalisant ses engagements en matière d'exercice du droit de vote.

Le choix de participer aux assemblées générales d'actionnaire et d'exercer leur droit de vote, s'accompagne chez certaines sociétés de gestion de la volonté de mettre en avant de façon formelle les principes qui les guident en matière de gouvernement d'entreprise et éventuellement de responsabilité sociale d'entreprise (RSE) et de développement durable<sup>502</sup>. Ces tentatives de formalisation sont plus ou moins abouties. Elles peuvent prendre la forme de quelques lignes très concises sur un site Internet, de quelques paragraphes consacrés à la question dans des supports de présentation plus généraux de la démarche de la société de gestion mais aussi la forme de support unique (d'une à vingt pages) qui possède le statut de politique officielle de droit de vote de la société de gestion. Nous avons pu recueillir cet ensemble de documents pour 57% du panel total. Les sociétés de gestion dotées d'une politique officielle très formalisée de droit de vote sont, dans notre échantillon d'observation, des structures faisant partie de puissants groupes de la Banque et de l'Assurance.

Au-delà de ces questions de formalisation, il est intéressant de s'intéresser au contenu de ces différents textes aux statuts multiples. Portent-ils seulement sur la question du gouvernement d'entreprise qui constitue le principal objet du travail des prestataires de services précédemment évoqués ou ont-ils aussi trait à la question de la responsabilité sociale des entreprises ?

Dans plus de deux tiers des textes compilés, nous avons pu trouver des références explicites aux orientations que souhaite appliquer la société de gestion à la fois en matière de gouvernement d'entreprises et en matière de RSE et de développement durable.

| <b>Périmètre des principes formalisés sur le droit de vote</b> | <b>GE/RSE/DD sur les fonds ISR</b> | <b>GE/RSE/DD sur tous fonds</b> | <b>Gouvernance Entreprise</b> | <b>RSE/DD</b> |
|----------------------------------------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|---------------|
| <b>% de SG</b>                                                 | 38%                                | 31%                             | 31%                           | 0%            |

Tableau 42 ET: Les orientations de l'exercice du droit de vote

<sup>501</sup> Voir chapitre IV

<sup>502</sup> Voir chapitre I sur des approfondissements sur les termes

Dans 38% des cas, ces principes portent sur le gouvernement d'entreprise pour l'ensemble des fonds gérés par la société de gestion et sur le gouvernement d'entreprise et la RSE/DD pour les fonds ISR. Simultanément, 31% mettent en avant le déploiement de principes sur le gouvernement d'entreprises et la RSE/DD quel que soit l'orientation des fonds concernés. Dans 31% des cas, ces principes ne portent, en revanche, que sur la thématique du gouvernement d'entreprise. Aucun des supports observés ne repose sur l'expression de principes portant strictement sur les questions sociales et environnementales.

Le traitement offert aux questions sociales et environnementales varie cependant fortement en fonction des supports, que les questions de la RSE et du développement durable soit traitées uniquement pour les fonds ISR ou l'ensemble des fonds. Dans certains cas, les formulations restent succinctes. La société de gestion suggère qu'elle souhaite prendre en compte les enjeux sociaux et environnementaux dans son exercice du droit de vote mais n'est pas très précise dans la description des modalités pratiques qui vont lui permettre de respecter cet engagement comme en atteste cet extrait de texte:

« L'application de notre politique de vote encourage la mise en place par les entreprises des meilleures pratiques de gouvernance et de déontologie professionnelle, et promeut une gestion des affaires soucieuse d'accroître la valeur actionnariale à long terme, le développement économique, la cohésion sociale et la protection de l'environnement. »

D'autres proposent des solutions plus concrètes mais qui en pratique se révèlent peu réalisables. La société de gestion suivante s'engage à voter pour les résolutions ayant trait à des questions sociales et environnementales. Or au moment de l'enquête, son exercice du droit s'applique à la zone européenne où le dépôt de résolutions sociales et environnementales est quasi inexistant.

« Quant à l'exercice de droits de vote dans le cadre de fonds de développement durable, la société de gestion vote en faveur de résolutions respectant les principes de développement durable (bonnes conditions de travail, respect de l'environnement, intégration de valeurs éthiques, politique sociale externe homogène). Pour ses décisions de vote, elle s'assure d'avoir obtenu toutes les informations nécessaires à la prise de décision et s'informe des recommandations des agences de notation ISR avec lesquelles elle collabore. Elle conserve néanmoins une pleine indépendance en terme de vote. »

Quelques sociétés de gestion prennent une orientation plus précise en suggérant que leur engagement actionnarial a pour objectif d'inciter les entreprises à la transparence en matière sociale et environnementale :

« Nous considérons que l'intérêt des actionnaires va de pair avec les intérêts des autres parties prenantes, comme les clients, salariés et fournisseurs. Les sociétés agissant sans tenir compte de l'impact environnemental et social de leurs activités ont de moindres chances d'améliorer la valeur patrimoniale à long terme. Nous encourageons les sociétés à exposer, dans leur rapport annuel, leurs actions et résultats dans ces domaines ainsi que leur politique éthique. »

Certaines sociétés de gestion, d'origine étrangère, vont un peu plus loin dans cette voie. SG 34 établit par exemple, à l'aide de son prestataire de service, un seuil de transparence minimum que doit remplir l'entreprise en matière de communication sociale et environnementale. Si ce seuil n'est pas atteint, la société de gestion s'engage à entrer en dialogue avec l'entreprise par l'envoi d'un courrier. Si le dialogue n'est pas satisfaisant, la société de gestion suggère qu'elle pourrait faire le choix de ne pas voter les comptes pour marquer son désaccord. En pratique, cette démarche n'a jamais été entamée par la société de gestion.

Se doter des services de prestataires de conseil et prendre des engagements formels en matière de droit de vote sont-ils le gage d'un exercice actif du droit de vote portant à la fois sur le gouvernement d'entreprises et les aspects sociaux et environnementaux? C'est ce que nous allons voir maintenant en nous penchant sur l'utilisation du rejet de résolutions et des quatre autres initiatives évoquées précédemment, qui s'ouvrent aux actionnaires.

#### d) Utilisation effective de son droit de vote par les enquêtés

Les résultats de l'enquête par questionnaire sur l'utilisation effective du droit de vote sont marqués par une forte imprécision. Certaines sociétés de gestion, tout en déclarant participer aux assemblées générales, ne donnent pas d'indications précises sur leur manière d'exercer leur droit de vote. Elles sont 36% à ne pas renseigner cette partie du questionnaire sans commentaire d'explication. Il est alors difficile d'évaluer si elles ne votent pas, si elles laissent leur pouvoir en blanc aux entreprises ou si plus prosaïquement la personne chargée de répondre à cette partie n'a pas à sa disposition les chiffres demandés. Cette dernière option concerne d'ailleurs plus particulièrement 14% des sociétés de gestions interrogées. Celles-ci démontrent qu'elles ont un exercice actif de leur droit de vote en donnant des exemples ponctuels mais précisent qu'elles n'ont pas à leur disposition des statistiques leur permettant d'en rendre systématiquement compte. Cette difficulté à rendre des comptes démontre un

« certain état d'enfance » des pratiques en la matière. En effet, une partie de ces sociétés de gestion paraît exercer ses droits de vote pour la seconde ou la première fois mais sans toujours mettre en place une comptabilisation de ses votes avec des résultats précis pouvant être communiqués.

En regroupant les déclarations plus ou moins précises des acteurs, l'enquête permet d'avancer toutefois l'idée que la pratique la plus fréquemment adoptée par les sociétés de gestion est le rejet de résolutions pour des raisons ayant trait au respect du gouvernement d'entreprise. Ce résultat est similaire à celui obtenu par l'AFG lors la passation de son questionnaire en 2003. A la question « La société de gestion s'est t'elle opposée par son vote à un projet de résolution ? », les répondant répondent « oui » à 57%. Il faut souligner cependant que sur notre enquête, le manque d'harmonie entre les niveaux de réponses des sociétés de gestion rend difficile la comparaison approfondie des pratiques

| <i>Exercice effectif du droit de vote aux AG</i> | <b>Rejets résolutions GE</b> | <b>NSP</b> | <b>Mention absences de statistiques</b> | <b>Rejets résolutions SE</b> | <b>Questions GE</b> | <b>Questions SE</b> | <b>Amendements GE et SE</b> | <b>Dépôts résolutions GE et SE</b> |
|--------------------------------------------------|------------------------------|------------|-----------------------------------------|------------------------------|---------------------|---------------------|-----------------------------|------------------------------------|
| % de SG                                          | 54%                          | 36%        | 14%                                     | 4%                           | 4%                  | 4%                  | 0%                          | 0%                                 |

Tableau 43, chapitre VI : Les modalités de l'exercice du droit de vote

En revanche, une seule société de gestion peut donner des exemples de rejets de résolutions ayant trait à des questions sociales et environnementales. Il s'agit d'une société de gestion qui exerce son droit de vote aux Etats-Unis. Une seule société de gestion déclare avoir posé une question orale portant sur le gouvernement d'entreprise. La même société de gestion affirme en avoir posé une autre portant sur un thème de santé publique lors de l'assemblée générale d'un groupe français. Aucune société de gestion n'a déposé un amendement supplémentaire ou contradictoire ou une nouvelle résolution qu'ils portent sur le gouvernement d'entreprise ou des questions sociales et environnementales.

Ces résultats illustrent une situation où les professionnels de la gestion d'actifs observés, malgré l'orientation socialement responsable affichée et certaines déclarations d'intention officielle, ont une utilisation quasi-nulle des outils potentiels de pression pour une meilleure prise en compte du développement durable par les entreprises. C'est aussi le cas sur la question du gouvernement d'entreprise puisque dans leur grande majorité, elles ne posent ni questions orales, ni questions écrites, ni amendements, ni nouvelles résolutions sur cette

thématique qui semble pourtant faire l'objet d'un plus grand consensus dans les espaces de la Finance.

Les plus avancés sont ceux qui pratiquent le rejet de résolutions. Or celui-ci concerne, dans la majorité des cas, les thématiques classiques du gouvernement d'entreprise : le droit des actionnaires (une action, un dividende, une voix), les dispositifs anti-OPA, la séparation des fonctions de directeur général et de président, le profil des administrateur (nomination, indépendance, rémunération). Finalement, la seule société de gestion pouvant faire état de rejets de résolutions à caractère social et environnemental est une structure qui s'est donné les moyens de voter aux Etats-Unis où les actionnaires, dont font partie certains professionnels de la gestion d'actifs, déposent ce type de résolutions.

Nous nous retrouvons ici avec un dilemme du type « de l'œuf et de la poule ». Les professionnels de la gestion d'actifs observés ne semblent pas vraiment pour le moment être engagés en pratique dans un activisme actionnarial déterminé qui les amènerait à déposer des résolutions sociales et environnementales. Faudra-t-il attendre que les directions d'entreprises ou d'autres groupes de pression déposent ce type de résolutions pour que ces professionnels de la gestion d'actifs les approuvent ou les désapprouvent ? Comment interpréter et analyser cette réticence qui émerge de l'observation alors que l'association française de gestion (AFG) censée représenter cette communauté d'acteurs et aujourd'hui la loi, les poussent très officiellement à être des actionnaires actifs ? Nous essaierons ici de donner quelques éléments de réponses en nous concentrant sur les représentations que nous avons pu saisir lors de l'observation participante.

### **B) Les représentations sur l'exercice du droit de vote**

Pour Pierre Henri Leroy, un des plus fervents promoteur de l'activisme actionnarial en France et dirigeant de Proxinvest, le vote en assemblée générale d'actionnaires à travers toutes les voies d'actions qu'il comporte, devrait être considéré comme complémentaire du vote municipal, parlementaire ou présidentiel et pourrait avoir un impact considérable sur l'évolution de l'activité des entreprises et partant sur la qualité mondiale de la vie. Alors pourquoi les professionnels de la gestion socialement responsable observés ne s'en emparent-ils pas plus vivement ?

### a) Un sentiment d'inadéquation...

Dans nos travaux de DEA<sup>503</sup>, nous avons pu constater que les acteurs interrogés exprimaient un doute sur l'habilitation des sociétés de gestion à voter aux noms des épargnants en assemblée générale d'actionnaires et notamment sur des questions sociales et environnementales car celles-ci débordent encore plus clairement que le thème du gouvernement d'entreprise de l'objectif de la maximisation du profit pour le client, mandat attribué en général aux sociétés de gestion :

« . Les gérants d'OPCVM n'utilisent pas du tout ou très peu à l'heure actuelle leur droit de vote. Ils ne sont pas mandatés par la loi pour le faire, ils sont mandatés pour gérer les fonds afin d'optimiser la performance financière. Mais quand on achète une sicav, le gérant n'a pas vraiment le droit d'utiliser son droit de vote pour mettre en avant des résolutions environnementales et sociales, il n'a pas le droit de s'exprimer pour l'ensemble des porteurs de la Sicav, sa seule attribution c'est d'améliorer la performance financière. »

Or lors de l'été 2003, le législateur, dont l'action est fortement répercutée par l'association professionnelle de cette communauté d'acteurs, l'AFG, clarifie en grande partie cette dimension en appelant les sociétés de gestion à exercer leur droit de vote et à donner des explications si elles ne le font pas. Les gérants d'actifs de fonds ouverts sont donc bien considérés comme habilités à voter au nom de leurs clients souscripteurs. La loi ne précise pas cependant si pour les fonds socialement responsables, les questions sociales et environnementales doivent être prises en compte. L'AFG commence cependant discrètement à intégrer la question du développement durable dans l'exercice du droit de vote en précisant dans ses lignes de conduite 2004 « qu'il est recommandé que la stratégie et l'action du Conseil d'administration s'inscrivent dans le cadre du développement durable de l'entreprise. De ce point de vue, l'AFG incite les gestionnaires à prêter une attention toute particulière aux aspects sociaux et environnementaux sur un périmètre identique à celui des comptes consolidés ».

Les professionnels de la gestion d'actifs n'ont donc finalement plus vraiment le choix. Ils sont officiellement dans l'obligation de voter et il leur est suggéré par leur association professionnelle de s'intéresser aux questions sociales et environnementales. Pourtant, le sentiment d'inadéquation de certains professionnels de la gestion d'actifs rencontrés semble rester assez fort. Celui-ci peut, certes, être en partie relié aux difficultés techniques et

---

<sup>503</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2002, *Le système d'action concret de l'investissement socialement responsable : Entre stratégies de pouvoir et forums hybrides*, Mémoire de DEA, Université René Descartes, Paris 5, p26-28

financières que certains acteurs rencontrent justement dans la mise en place des conditions pratiques de cet exercice du droit de vote.

Mais d'autres facteurs plus diffus semblent jouer. Un analyste ISR buy side rencontré pendant l'observation participante énonce l'idée que l'assemblée générale d'actionnaires n'est pas aujourd'hui le lieu d'expression adéquat de la voix des gérants d'actifs. C'est avant tout celui des petits porteurs et des salariés. Il serait dès lors plus utile de rencontrer officieusement les directions d'entreprises pour leur rendre compte des préoccupations de la société de gestion que de s'emparer des initiatives d'action ayant trait à l'assemblée générale. Un autre acteur, gérant d'un fonds ISR, tout en reconnaissant la nécessité de voter selon les principes du gouvernement d'entreprise qui sont souvent bafoués, se montre très réticent face à l'idée de s'associer à d'autres sociétés de gestion pour faire triompher une cause précise car cela pourrait lui faire perdre son indépendance de jugement. Il remet par ailleurs en question l'idée de dévoiler, de façon transparente, l'orientation de son droit de vote car cela pourrait créer des pressions sur une gestion d'actifs qui s'inscrit dans un groupe bancaire plus large. Il défend alors l'idée du secret du vote qui pourrait permettre des stratégies plus audacieuses en ne révélant pas aux grands jours les désaccords de certaines sociétés de gestion avec certaines entreprises. L'analyste ISR de la même société de gestion défend dans le même moment d'observation l'idée que si l'exercice du droit de vote est un outil important notamment sur le gouvernement d'entreprise, le dialogue informel avec les entreprises est plus adéquat pour avancer sur les questions sociales et environnementales.

#### b) En phase avec une réalité structurelle?

La prudence, certains diraient la frilosité des professionnels de la gestion, est à relier pour de nombreux observateurs au déséquilibre financier mondial entre le camp des émetteurs et le camp des investisseurs. Les investisseurs particuliers ou institutionnels n'auraient que peu de poids face aux entreprises, aux banques d'investissement, aux avocats et autres médias réunis autour des activités juteuses d'introduction en Bourse et de fusions acquisitions. Or la gestion d'actifs est le plus souvent prise entre les deux feux. Ces professionnels sont certes au service des investisseurs mais ont aussi très souvent des comptes à rendre à la direction de groupe dont une partie de l'activité est dédiée aux émetteurs. Pour Pierre-Henri Leroy<sup>504</sup>, il est dès lors nécessaire de procéder à une réforme radicale en dissociant les fonctions financières

---

<sup>504</sup> Leroy, P-H, , 2003, op.cit, p143-151

rassemblées au fil du temps dans des conglomérats bancaires aux activités de plus en plus ramifiées pour faire de l'activisme actionnarial de gouvernement d'entreprise ou socialement responsable autre chose qu'un épiphénomène.

Celle-ci ne paraît pas cependant à l'ordre du jour ni aux Etats-Unis ni en Europe. Doit-on pour autant pronostiquer à l'impuissance des professionnels de la gestion d'actifs ISR en matière d'exercice du droit de vote ? Il semble que l'on puisse donner une peinture plus nuancée de la situation. Il existe une tendance sociétale majeure à la montée de l'indépendance des investisseurs institutionnels qui prend son élan aux Etats-Unis notamment à travers l'action de l'ICGN (International Corporate Governance Network). En France, l'AFG se fait la caisse de résonance de cette volonté d'indépendance vis-à-vis des entreprises. Et certains des acteurs de l'ISR français semblent s'associer, de manière plus marquée que les autres acteurs de la gestion d'actifs, à cette tendance mêmes si les prises de positions et les engagements ne sont pas toujours suivies d'un passage à l'acte systématique.

Ils sont par exemple très nombreux à siéger à la commission « Gouvernement d'entreprise » de l'AFG qui a commencé à se positionner discrètement sur la question du développement durable en 2004. De plus, les grandes sociétés de gestion les plus engagées dans l'ISR, sont aussi souvent celles qui s'engagent le plus ouvertement sur la question de l'exercice du droit de vote en se dotant de politique officielle à même de les protéger si des conflits d'intérêts surgissaient entre la gestion d'actifs et une autre branche de leur groupe d'appartenance. C'est dans ces grandes sociétés de gestion où l'on rencontre parfois des responsables de l'ISR, qui sont comme Sabine, convaincus de l'intérêt de cette pratique et de son impact potentiel sur les entreprises. Certaines de ces structures, par la publication de ces textes officiels, ouvrent la voie à des pratiques futures d'un engagement actionnarial centré sur l'obtention d'une plus grande transparence des entreprises sur les questions sociales et environnementales.

Ce sont aussi des acteurs de l'ISR français, qui participe à une publication de l'Observatoire de la responsabilité sociale de l'entreprise (ORSE) au titre évocateur : « Développement durable et gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur ». Dans une des parties de cet ouvrage, les différents contributeurs font le point sur l'utilisation des droits de vote par les professionnels de la gestion d'actifs. Tout en soulignant que tout reste à faire et à explorer, ils lancent des pistes pour relier préoccupations développement durable et exercice du droit de vote. La nomination d'administrateurs sensibilisés aux questions du développement durable pourrait être un point stratégique pour les investisseurs socialement



responsables. Ceux-ci pourraient aussi s'intéresser à la fréquence des travaux des conseils d'administration sur les questions sociales et environnementales.

De nombreuses sociétés de gestion d'actifs impliquées dans l'ISR emboîtent par ailleurs le pas à Pierre Henri Leroy quand en fin 2003, celui-ci crée en partenariat avec la société de gestion Phitrust Investment, aussi impliquée dans l'ISR, la première SICAV d'initiative actionnariale, *Proxinvest Active Investors*. Indexée sur le CAC 40, l'objectif des investisseurs rassemblés dans le fonds est d'atteindre le seuil nécessaire de taux de participation aux capitaux sociaux de ces grandes sociétés en vue de déposer des résolutions traitant de la question du gouvernement d'entreprise<sup>505</sup> et partant de présenter un interlocuteur de poids.

L'engagement actionnarial en France passant par l'exercice du droit de vote connaît donc des frémissements qui sont peut-être annonciateur d'une transformation plus générale et structurelle des relations stratégiques, liant investisseurs et émetteurs. Toutefois à l'heure actuelle, il n'est pas possible d'affirmer que les professionnels de la gestion d'actifs œuvrant en France dans l'ISR utilisent la même stratégie d'actions (dialogue et dépôts de résolutions) que leurs homologues américains pour faire évoluer le comportement des entreprises. Sont-ils pour autant uniquement concentrés sur la pratique du filtrage ? Identifient-ils comme un enjeu réel le fait de se transformer en force de pression sur les entreprises ? Les professionnels de la gestion d'actifs d'origine française proposent ici une solution bien particulière à cet ensemble de questions comme nous allons le constater dans la partie suivante.

## **2) L'engagement actionnarial à la française : le recueil d'information extra-financière comme outil d'influence sur les entreprises**

Les investisseurs socialement responsables américains utilisent à la fois le filtrage et un activisme actionnarial tranché pour faire évoluer les entreprises. Les britanniques, eux, ont choisi le dialogue direct avec les entreprises sur un agenda de thèmes très précis sans forcément pratiquer le filtrage<sup>506</sup>. Cette pratique qui est désigné par le terme « d'engagement » n'utilise que très rarement comme option finale le dépôt de résolutions ou le

---

<sup>505</sup> Principes de la politique de droit de vote de PAI :  
[http://www.phitrust.fr/article/article\\_seul.asp?NumArticle=370](http://www.phitrust.fr/article/article_seul.asp?NumArticle=370)

Résultats de la campagne d'initiative 2005 :  
[http://www.phitrust.fr/article/article\\_seul.asp?NumArticle=406](http://www.phitrust.fr/article/article_seul.asp?NumArticle=406)

<sup>506</sup> De Brito, C, Desmartin, JP, Lucas-Leclin, V, Perrin, F, 2005, « La diversité de l'ISR » in *L'investissement Socialement Responsable*, Editions Economica, pp55-58

désinvestissement. Il s'agit d'entrer certes dans un dialogue frontal et soutenu avec les entreprises mais celui-ci ne repose pas systématiquement comme dans le cas américain sur la mise sous pression immédiate si les objectifs ne sont pas atteints.

Les offreurs français comme la plupart des offreurs d'Europe Continentale accordent, eux, une place prépondérante à la pratique du filtrage. C'est donc notamment à travers elle qu'ils déclarent exercer une forme de pression indirecte sur les entreprises. L'observation participante permet de dégager la forme idéale de cette forme de dialogue. L'analyste ISR ou le gérant analyste ISR, parfois en compagnie des analystes financiers de sa société de gestion d'actifs rencontre de façon personnalisée une direction d'entreprise. Par ces questions portant sur les dimensions sociales et environnementales de l'activité de l'entreprise, qui lui permettent de nourrir son analyse extra-financière, il pense participer à la prise de conscience de l'importance et de l'enjeu de ces thématiques :

« Les réunions one to one permettent quand même de faire passer pas mal de choses aux entreprises et de les piéger sur certains points auxquels elles ont pas du tout pensé. Par exemple la semaine dernière, je suis allé voir une entreprise de construction finlandaise et bien quand je leur ai demandé quels avaient été les impacts sociaux de la suppression de 800 emplois, ils m'ont regardé avec des yeux ronds... ils n'avaient pas de chiffre à donner pour la simple et bonne raison qu'ils n'avaient pas pensé à s'intéresser aux conséquences de la suppression. Je leur ai bien fait comprendre que pour une entreprise d'une taille pareille c'était tout bonnement inadmissible. Je pense qu'ils ont bien entendu le message. L'autre fois je suis allé dans une entreprise italienne qui était très contente de me présenter les avancées de leur politique environnementale. A un moment donné je leur demande et pour les ordinateurs vous faites quoi ? Là ils ont été abasourdis parce qu'ils n'y avaient pas pensé à la question des ordinateurs. Là je leur ai cité l'exemple d'une entreprise anglaise similaire à la leur qui avait mis en place une activité similaire. Ils se sont mis en contact pour voir comment ils pourraient se servir de cette expérience »  
*Propos d'un analyste ISR buy side recueilli lors de l'observation participante*

L'enquête par questionnaire permet de mesurer la fréquence de cette initiative mais aussi de certaines autres qui pour les sociétés de gestion d'actifs interrogées contribuent à la mise en place d'un dialogue avec les entreprises sur leurs prises en compte des questions sociales et environnementales.

89% des sociétés de gestion interrogées déclarent avoir mis en place des initiatives de dialogues extra-financiers avec les entreprises. Les 11% des sociétés de gestion qui affirment ne pas avoir ce type de pratiques sont des entités qui ne procèdent pas au recueil d'information directe auprès des entreprises. La mise en place d'initiative de dialogue apparaît donc fortement liée aux formes prises en interne par l'analyse extra-financière nécessaire à la construction des dispositifs de jugement socialement responsable.

Les sociétés de gestion, déclarant mettre en place ce type d'initiatives, plébiscitent en premier lieu, à 92%, les échanges informels noués avec les entreprises lors des manifestations organisées autour du développement durable pour les analystes financiers et extra-financiers par les brokers ou par d'autres structures. Par les questions que leurs représentants posent aux entreprises, les sociétés de gestion affirment créer le dialogue. Sur les 21 sociétés de gestion concernées par cet item, cinq d'entre elles ne citent aucune autre forme d'initiative. Les structures en question se distinguent par leur taille financière modeste ou encore leur appartenance à des groupes de retraite et de prévoyance. La mesure de l'impact concret de cette forme de dialogue est difficile à mesurer en raison de son caractère informel. Peu de sociétés de gestion sont à même de préciser le type de questions qu'elles ont pu poser lors de ces échanges et leurs fréquences.

La deuxième forme de dialogue la plus fréquemment mise en avant par les sociétés de gestion est « la rencontre personnalisée avec une entreprise en vue d'un échange général sur les problématiques extra-financières ». Ces rencontres personnalisées sont soit organisées par les brokers ou par la société de gestion elle-même. Deux sociétés de gestion, SG 34 et SG 18 déclarent ne pratiquer que cette forme de dialogue. La capacité des sociétés de gestion à donner des exemples concrets de ces relations personnalisés est très hétérogène.

Alors que SG 11, société de gestion d'origine britannique pratiquant à la fois le filtrage et « l'engagement à l'anglo-saxonne » est à même de fournir une liste officielle des entreprises rencontrées, des thèmes abordés et des avancées consécutives à cette rencontre, la majorité des offreurs d'origine française ne peuvent ou ne souhaitent pas atteindre ce degré de précision et de transparence. Les plus en pointe précisent les fréquences de ces rencontres et donnent quelques exemples concrets. Les autres donnent quelques noms d'entreprises sans plus de précisions. Si on peut avancer prudemment que les plus actives sur cet exercice rencontrent entre 80 et 100 entreprises par an alors que d'autres, moins d'une dizaine, il n'est pas réellement possible de déterminer les thèmes sociaux et environnementaux abordés et quel pourrait être l'influence finale de ces échanges sur le comportement des entreprises. Il est donc ici aussi complexe d'évaluer l'impact concret de ces initiatives sur les entreprises.

| <b>Modalités dialogues entreprises</b> | <b>Echanges informels entreprises</b> | <b>Rencontres personnalisées entreprises</b> | <b>Rencontres officielles entreprises</b> | <b>Séries de rencontres ciblées</b> | <b>Démarches écrites formalisées</b> | <b>Communications notations Entreprises</b> |
|----------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------------|
| % de SG                                | 92%                                   | 80%                                          | 36%                                       | 24%                                 | 20%                                  | 16%                                         |

Tableau 44 ET: Les modalités du dialogues avec les entreprises

Avec environ un tiers des voix, la troisième forme de dialogue la plus fréquemment citée par notre échantillon d'observation est « la rencontre officielle avec les directions d'entreprises en vue d'un échange général sur les problématiques extra-financières ». Cette forme de dialogue concerne essentiellement les sociétés de gestion ayant mis en place des comités de pilotage ou organisant des événements plus larges sur cette thématique, dans lesquels elles invitent les entreprises à présenter leur activité sous l'angle de la RSE et du développement durable. Cette présentation peut être faite à une assemblée de représentants de la société de gestion d'actifs et d'experts des questions sociales et environnementales mais aussi aux investisseurs finaux qu'ils s'agissent de particuliers ou d'institutionnels. Par exemple, l'association Ethique et Investissement, en étroite collaboration avec la société de gestion qui gère les encours de ses fonds Meeschaert AM, organisent deux manifestations par an qui permettent aux congrégations religieuses et aux autres souscripteurs particuliers d'assister à des présentations d'entreprises et de dialoguer avec ces dernières s'ils le désirent. Il est plus aisé de pouvoir vérifier la fréquence et la réalité de cette forme de dialogue car elle présente un caractère officiel. En revanche, il est assez difficile comme pour les deux autres de se prononcer sur son impact concret.

En quatrième et cinquième place, les enquêtes positionnent : « les rencontres ciblées avec une série d'entreprises donnée et les démarches écrites formalisées visant à interpeller les entreprises sur certains enjeux du développement durable ». Ces deux pratiques ne sont jamais plébiscitées seules. Les sociétés de gestion les pratiquant sont celles qui s'illustrent par la plus grande diversité des formes de dialogue employées. Leur implication dans l'ISR est aussi marquée par la constitution d'une cellule ISR interne employant au moins un analyste ISR buy side.

L'utilisation des offereurs de ces deux pratiques est fréquemment liée à leur adhésion à une coalition d'actionnaires. En effet, les principales coalitions d'actionnaires actives à l'époque de l'enquête, qu'elles portent sur le changement climatique<sup>507</sup>, l'accès au médicament pour les pays en voie de développement<sup>508</sup> ou encore la corruption dans les industries extractives<sup>509</sup> (pétrole, mines) utilisent ces deux modes d'échanges avec les

---

<sup>507</sup> 2 coalitions d'investisseurs dont font partie des professionnels de la gestion d'actifs sont présentes en Europe sur cette thématique : le Carbon Disclosure Project (<http://www.cdproject.net>), L'Institutional Investors Group on Climate Change (<http://www.iigcc.org>)

<sup>508</sup> Une coalition d'investisseurs dont font partie des professionnels de la gestion d'actif est présente en Europe sur cette thématique, le Pharmaceutical Shareowners Group: [http://www.usshq.co.uk/downloads/pdf/all\\_sections/ri/PSG\\_REPORT\\_SEPT04\\_SUM.pdf](http://www.usshq.co.uk/downloads/pdf/all_sections/ri/PSG_REPORT_SEPT04_SUM.pdf)

<sup>509</sup> Une coalition d'investisseurs dont font partie des professionnels de la gestion d'actif est présente en Europe sur cette thématique Publish what you pay : <http://www.publishwhatyoupay.org/english/>

entreprises. Les professionnels de la gestion d'actifs réunis avec des représentants de fonds de pension et parfois d'autres groupes d'intérêt dans le *Carbon Disclosure Project* demandent par exemple aux entreprises de leur rendre des comptes sur le changement climatique par un questionnaire écrit formalisé. Le *Pharmaceuticals Shareowner Group* fait venir, quant à lui, les principales entreprises de l'industrie pharmaceutique pour faire des présentations sur l'accès aux médicaments dans les pays en voie de développement devant des coalitions d'actionnaires composés à la fois de professionnels de la gestion d'actifs et de fonds de pension. Il est à noter que ces coalitions d'actionnaires sont à forte dominante anglo-saxonne et que seuls les plus grands noms de la gestion d'actifs française semblent y avoir fait leur place comme BNP Paribas AM et le Crédit Agricole AM. Sur les démarches écrites formalisées, nous trouvons cependant ici une exception à cette règle. L'association *Ethique et Investissement* au nom des investissements pris dans *Nouvelles Stratégie 50* géré par Meeschaert AM, interpelle Carrefour sur sa politique publicitaire dans une démarche écrite formalisée.

Avec 16% des suffrages, le mode de dialogue qui recueille le nombre le plus réduit de réponses est : « la communication systématique auprès des entreprises pour les informer de l'évaluation extra-financière à laquelle a procédé la société de gestion ». Sur les trois sociétés de gestion qui revendiquent ce mode de dialogue deux sont des grandes sociétés de gestion d'origine étrangère. La troisième, d'origine française, est de taille modeste et si elle est dotée d'une cellule ISR interne, celle-ci ne procède pas à des analyses extra-financières approfondies. Il est donc intéressant de constater que les sociétés de gestion françaises les plus avancées dans la construction d'une analyse financière interne n'identifient pas la communication systématique de leur jugement extra-financier comme un mode de dialogue potentiel avec les entreprises.

L'observation participante offre ici deux pistes de réflexion. Il semble que les sociétés de gestion de taille financière modeste aient « peur du ridicule » face aux entreprises. Elles ne voudraient pas que les grandes entreprises jugent ce type de démarche de communication comme fantaisiste et hors de propos en raison de leur caractère extra-financier. Cette peur du ridicule peut-elle jouer aussi pleinement pour les plus grands noms de la gestion d'actifs dont certains sont très engagés dans le champ de l'ISR ? Cela paraît peut être moins probable compte tenu de la puissance financière de ses acteurs. Toutefois, il est possible que les professionnels de la gestion d'actifs ISR répugnent par habitude professionnelle à entrer dans

des relations directes de mises sous pression des entreprises sur des thématiques extra-financières.

En effet, finalement, ce métier, considéré pendant longtemps comme une « vache à lait » dans l'industrie bancaire<sup>510</sup>, n'a acquis en France une réelle indépendance juridique et statutaire que depuis le milieu des années 1990. Malgré cette indépendance obtenue non sans mal, les acteurs de la gestion d'actifs paraissent toujours cultiver une attitude de grande discrétion voir de secret sur leurs pratiques. Donner abruptement leur avis extra-financier aux entreprises pourrait entraîner très vite des réactions des entreprises, des oppositions en cas de désaccord et des remous en interne. Or ; la plupart semblent vouloir conserver des relations feutrées et diplomatiques avec ces entreprises qu'idéalement il faudrait accompagner progressivement sur la voie de l'ISR sans les brusquer et les froisser.

Les professionnels de la gestion socialement responsable obéissent probablement en cela au code de leurs milieux professionnels. Mais cette forme d'engagement actionnarial « doux », peut-il vraiment à terme avoir un impact sur les comportements sociaux et environnementaux des entreprises ? Et même si celui-ci existait, son caractère informel et diffus ne rendrait-il pas de toute manière impossible sa mesure concrète ?

Un plus grand effort de dévoilement des échanges en cours s'inspirant du modèle de transparence utilisé par les tenants de l'engagement britannique ou encore l'adhésion ou la création de coalitions d'actionnaires sur les thématiques sociales et environnementales pourraient peut-être renforcer un effort qui paraît réel mais peu organisé et encore timide.

---

<sup>510</sup> Voir chapitre II

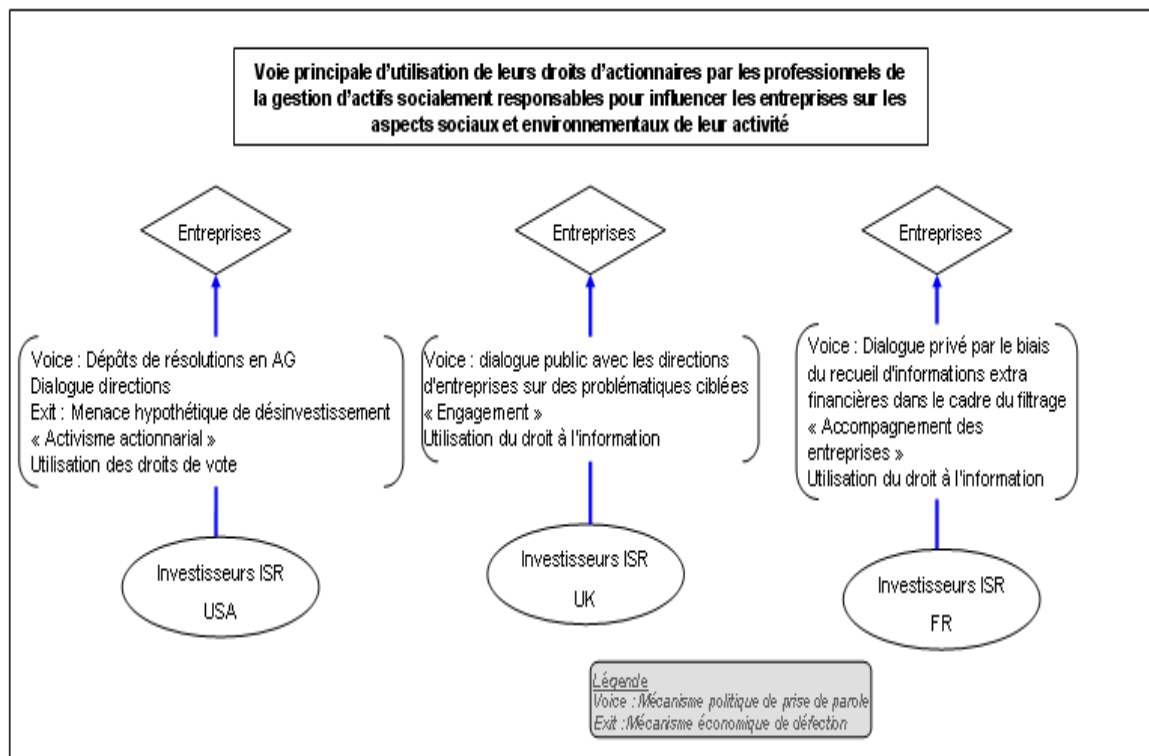
Qu'il s'agisse d'un activisme actionnarial passant par l'utilisation active des droits de vote ou par le dialogue direct avec les entreprises, l'enquête démontre que dans leur grande majorité, les offreurs présents sur le marché français manient encore peu, malgré une volonté de plus en marquée d'exercer leurs droits de vote conformément à la nouvelle législation en vigueur, ces deux stratégies d'actions comparativement aux acteurs américains.

En effet, les professionnels américains de la gestion d'actifs socialement responsable utilisent, en s'inspirant des initiatives historiques prises par les investisseurs institutionnels religieux, le dialogue, parfois musclé, avec les entreprises et le dépôt de résolutions, pour faire adhérer ses dernières à leurs propres exigences sociales et environnementales.

A la suite des divers scandales financiers qui ont touché les marchés financiers américains, cette tendance s'est renforcée à travers la convergence des préoccupations des acteurs de l'ISR avec celles de certains investisseurs institutionnels (fonds de pension syndicaux et du secteur public) jusque là plutôt engagés avec ces sociétés dans un bras de fer sur le gouvernement d'entreprise. C'est la lutte pour le changement climatique et la volonté de réforme des règles fixées par la SEC sur la transparence des acteurs de la gestion d'actifs et des entreprises qui constituent aujourd'hui les points névralgiques de ce nouveau partenariat.

Les professionnels de la gestion d'actifs ISR aux Etats-Unis ont été ainsi amenés à adopter de nouvelles stratégies d'actions sous l'influence d'investisseurs institutionnels faisant leurs les préceptes d'un activiste comme Saul Alinsky. Jusque là adepte des stratégies d'action politique par la consommation centrée sur le mécanisme de défection, celui-ci à l'intuition d'envisager la possession d'actifs financiers et le lieu de l'assemblée générale d'actionnaires comme un levier de pression politique sur les entreprises par la prise de parole. Dans une première phase, lors de la lutte contre l'apartheid, les investisseurs religieux de la gauche radicale et les universités initient donc les premières bases de l'activisme actionnarial que les Calvert, Pax World Fund et Domini Social Investment, principaux représentants de la gestion d'actifs socialement responsable américaine, vont progressivement suivre. Aujourd'hui, par leur volonté de réformer en profondeur le capitalisme américain, les représentants politiques et syndicaux des fonds de pension syndicaux et du secteur public pourraient bien amener ces professionnels à

élargir et à sophistication leur palette d’actions notamment par l’apprentissage de la mise sous pression des organes de régulation et de législation.



Or, en France, les investisseurs finaux des fonds ISR qu'ils soient institutionnels ou particuliers ne semblent pas avoir joué un rôle similaire dans la construction sociale d'un activisme actionnarial socialement responsable. Il n'y a pas eu non plus d'action de défrichage sur ces questions par les forces traditionnelles du militantisme en France : les mouvements syndicaux. Ces derniers ne se distinguent pas, d'ailleurs, plus généralement par une utilisation historique de l'action politique par la consommation et notamment de l'outil du boycott auquel a toujours été préféré l'immobilisation de l'appareil de production des salariés par la grève. En matière d'investissement socialement responsable, ils s'intéressent surtout à la pratique du filtrage et n'ont donc pas ouvert de voie sur l'activisme actionnarial. Quant à la nébuleuse altermondialiste en cours de constitution, si ces représentants en France, entre ATTAC et les partisans de la Décroissance sont plus ou moins favorables à l'idée d'une action politique par la consommation, il semble que la possibilité d'une action militante par le biais d'un activisme actionnarial socialement responsable soit, en raison de l'engagement sur les



**marchés financiers et le dialogue avec les directions d'entreprise qu'elle nécessite, écartée de leur répertoire d'action.**

**Les professionnels de la gestion d'actifs qui constituent l'objet principal de notre thèse, car ils sont de notre point de vue dans la période observée les principaux moteurs du déploiement de l'ISR en France n'en sont pas moins au service d'une clientèle finale d'investisseurs particuliers et institutionnels. Si ces derniers et notamment les investisseurs institutionnels se mettent à montrer un intérêt marqué pour l'activisme actionnarial socialement responsable et plus largement et à émettre leur avis sur les orientations que devrait prendre l'ISR, ils joueraient sans nul doute un rôle central dans sa structuration future.**

**C'est pourquoi dans le dernier chapitre de cette thèse nous concentrerons notre regard sur les relations actuelles de sociétés de gestion d'actif avec leurs clients, qui passent essentiellement par les procédures de commercialisation et de reporting. Nous tenterons de mieux saisir cette catégorie encore peu visible d'acteurs dans le champ de l'ISR : les investisseurs finaux des fonds ISR gérés par les professionnels de la gestion d'actifs.**



## **Chapitre VII : l'appropriation de l'ISR par les clients des offreurs** **ISR: une nouvelle donne ?**

L'enquête de terrain nous permet d'affirmer que les professionnels de la gestion d'actifs, présents sur le marché français de l'offre l'ISR, proposent essentiellement aujourd'hui à leurs clientèles d'intégrer dans le choix de sélection des entreprises à mettre en portefeuille des dimensions extra-financières. La pratique de l'engagement actionnarial, à l'exception des offreurs britanniques implantés sur le marché français, demeure une pratique balbutiante, encore largement en voie de construction. La construction des dispositifs de jugements extra-financiers et leur intégration pratique dans les process de gestion des fonds commercialisés avec l'étiquette socialement responsable sont aujourd'hui au cœur de la construction sociale de l'offre ISR en France. Or nous avons pu souligner dans le chapitre V, une certaine réticence de ces acteurs de la gestion à co-construire avec leur clientèle et les pouvoirs de régulation et de normalisation, d'une offre de produits ISR définis et créés en interne de ces structures marchandes. Toutefois, en raison de la nécessité de rencontrer une demande élargie, ces acteurs ont l'obligation de disposer de manière attractive cette offre ISR dans la devanture marchande à travers un travail de commercialisation. Il ne s'agit donc plus ici de s'intéresser à la négociation en amont des conditions de production de ces produits financiers ISR mais à celle de la vente aux clientèles d'un produit dont les grandes orientations ont été définies au préalable par les équipes internes dédiées.

Dans ce chapitre, le premier objectif est de revenir sur les pratiques adoptées par les sociétés de gestion pour rencontrer et fidéliser la demande potentielle. Nous nous attacherons à décrire les voies de commercialisation internes des fonds ISR ainsi que les pratiques de comptes-rendus de gestion en destination des différentes clientèles visées<sup>511</sup>. Cette description nous permettra de mettre en avant la mise en place de pratiques mais aussi de représentations différenciées des acteurs des sociétés de gestion sur leurs clientèles.

Pour ce faire nous distinguerons deux grandes catégories de clients. Dans le champ de la production industrielle, terrain de recherche plus traditionnel de la sociologie des marchés et de la relation marchande, une différenciation est faite entre les relations liant les

---

<sup>511</sup> Nous ne pourrions en raison des limites de notre enquête faire le tour de l'ensemble de ces pratiques de commercialisation. Nous n'examinerons pas la voie de la publicité externe dans les différents supports médiatiques ; dont, en l'état de nos connaissances, il nous est impossible de déterminer le périmètre et l'impact exacts.

producteurs avec leur macro-clients (confrères industriels ou de réseaux de distribution) et leurs micro-clients (consommateur particuliers)<sup>512</sup>. Dans la gestion d'actifs, les macro-clients s'incarnent sous la forme d'investisseurs institutionnels. Quant au micro-client consommateur, il est remplacé ici par le micro-client épargnant particulier. Ce micro-client épargnant peut parfois voir son identité se doubler car dans le cadre de l'Epargne salariale, que nous avons traitée de manière marginale lors de notre terrain d'enquête, le client-épargnant devient le client-épargnant-salarié<sup>513</sup>.

En 2001, la loi Fabius<sup>514</sup>, en créant de nouveaux produits financiers pour permettre aux salariés n'appartenant pas à des grands groupes nationaux et internationaux de bénéficier eux aussi d'une offre d'épargne salariale, met en avant la responsabilité des syndicats dans la gestion de ce type de produits. Les principales fédérations syndicales, hormis *Force Ouvrière*, se réunissent alors au sein du Comité Intersyndical de l'Epargne Salariale (CIES). Cette structure s'attribue notamment comme mission de créer un label des produits financiers d'épargne salariale comprenant certaines exigences sur leur dimension socialement responsable.

Dans ce cadre, les sociétés de gestion impliquées dans l'ISR se trouvent en contact avec une clientèle intermédiaire, un meso-client pourrait-on dire, en la personne du représentant syndical, porte-parole potentiel du CIES. Celui-ci emprunte des caractéristiques aux deux grands types de clients évoqués. Comme les clients institutionnels, il est le représentant d'un collectif plus large et n'investit pas son argent en propre dans les fonds que la société de gestion souhaite vendre. Toutefois, il n'est pas non plus un professionnel de la gestion d'actifs ayant des comptes à rendre à une hiérarchie sur ses orientations de placement, comme c'est le plus souvent le cas pour les investisseurs institutionnels. Il est un intermédiaire entre la société de gestion et le micro-client épargnant salarié.

---

<sup>512</sup> Cochoy, F, 2002, « Une petite histoire du client ou la progressive normalisation du marché et de l'organisation », *Sociologie du travail*, n°44, p357-380.

<sup>513</sup> L'épargnant salarié peut choisir un placement dans une offre d'épargne entreprise, mise en place suite à la négociation entre les directions des entreprises et les représentants des salariés, qui sont le plus souvent des représentants syndicaux.

<sup>514</sup> La loi Fabius du 19 février 2001 : « Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières auxquels sont affectés des fonds recueillis par des plans d'épargne entreprise, les plans interentreprises, les plans partenariaux d'épargne salariale volontaire, sont tenus de rendre compte annuellement de la mesure dans laquelle ils prennent en compte des considérations sociales, environnementales ou éthiques tant dans la sélection, la conservation et la liquidation des titres de placement composant leur portefeuille que dans l'exercice des droits attachés à la détention des titres, comme les droits de vote. » (Loi Fabius sur l'épargne salariale, 2001)

Après avoir saisi les différentiels de traitements et de représentations de ces différentes figures du client par les sociétés de gestion, nous nous intéresserons à part entière à chacune de ces catégories d'acteurs, en nous appuyant sur les travaux de recherche menés en sciences sociales autour du consumérisme politique et de la consommation engagée ou politique<sup>515</sup>.

Les épargnants particuliers occuperont en premier lieu notre attention. En nous reposant sur des travaux menés pendant l'année 2000 auprès de souscripteurs d'un fonds ISR<sup>516</sup>, nous tenterons de mieux saisir les caractéristiques et les dualités d'un ensemble d'acteurs très hétérogène. Peut-on véritablement parler d'une catégorie homogène et organisé d'invest'acteurs?

Puis nous nous attacherons à revenir sur la catégorie des investisseurs institutionnels. Nous nous efforcerons ici d'analyser l'émergence de certaines pratiques et discours officiels qui permettent de poser l'hypothèse suivante : Dans la construction sociale de l'offre ISR, les sociétés de gestion, actrices professionnelles de la gestion d'actifs, ont joué un rôle central et moteur. Les investisseurs institutionnels, qui représentent une part conséquente de la demande ISR potentielle pourraient dans l'avenir en influencer fortement les grandes orientations futures en faisant émerger une véritable demande ISR aux contours plus engagés.

## **I) Expliquer et convaincre pour vendre : les sociétés de gestion d'actifs face à leurs clientèles**

Dans cette partie, nous analyserons les pratiques des sociétés de gestion avant de nous pencher sur leurs représentations vis-à-vis de leurs différentes clientèles.

Les voies de commercialisation des fonds ISR observées lors de l'enquête par questionnaire nous permettront ainsi de saisir une partie de ses pratiques. Les observations sur

---

<sup>515</sup> Micheletti, M, 2003, *Political Virtue and Shopping: Individuals, Consumerism and Collective Action*, Hardcover, Palgrave Macmillan.

Cochoy, F, Chessel, M-E et alii, 2004, "Marché et politique: autour de la consommation engagée", *Sciences de la Société*, n°62, Edition PUM

Ferrando y Puig, J, Giamporcaro-Saunière, S, et alii, 2005, *Pour une autre consommation : sens et émergence d'une consommation politique*, Collection Sciences Humaines et Sociales, Cahiers Consommation et sociétés, Harmattan, Paris.

<sup>516</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2001, *L'encastrement des enjeux sociétaux dans l'économie : le cas de l'ISR*, Mémoire de maîtrise, Université René Descartes, Paris 5.

les représentations des acteurs découlent de l'observation participante menée durant les années de recherche sur le terrain.

## **1) Pratiques des sociétés de gestion : commercialisation et entretien de la relation clientèle**

### **A) Les voies de commercialisation : à clientèle différenciée, pratiques différenciées**

Les 28 sociétés de gestion, ayant fait l'objet de l'enquête approfondie par questionnaire, ne s'adressent pas toutes exactement aux mêmes catégories de clientèles. Certaines sociétés de gestion sont plus engagées sur le marché des souscripteurs particuliers, appelé le plus souvent par les professionnels de la gestion d'actifs « le marché retail », alors que d'autres visent essentiellement la clientèle des investisseurs institutionnels. D'autres encore, et notamment les sociétés de gestion faisant partie de groupes de retraite et de prévoyance, visent très précisément les épargnants-salariés particuliers via le marché de l'Epargne salariale et de l'Epargne retraite. Le positionnement des acteurs sur un marché plutôt qu'un autre conditionne, en partie, les formes de commercialisation choisies par les sociétés de gestion.

#### **a) Les clientèles ciblées**

Plus de la moitié des sociétés de gestions interrogées sont à la fois positionnées sur le marché des macro-clients investisseurs institutionnels, des micro-clients particuliers et salariés particuliers. Les sociétés de gestion concernées sont essentiellement les moyennes et grandes sociétés de gestion faisant partie de groupes bancaires et de groupes d'assurances multi-activités qui font le choix de proposer leur offre ISR à la clientèle la plus élargie possible.

| <b>Clientèles ciblées</b>            | <b>Marché Particuliers/Institutionnels</b> | <b>Marché Epargnants particuliers</b> | <b>Marché Epargnants-salariés-particuliers</b> | <b>Marché Investisseurs Institutionnels</b> |
|--------------------------------------|--------------------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------------------|---------------------------------------------|
| <b>% par SG (société de gestion)</b> | 57%                                        | 17%                                   | 14%                                            | 11%                                         |

Tableau 45 ET: Les types de clientèles des sociétés de gestion interrogées

Avec un nombre beaucoup plus réduit de représentants, 17% des sociétés de gestion sont centrées sur le marché des micro-clients épargnants particuliers. Il s'agit de sociétés de

gestion faisant partie de groupes bancaires ayant essentiellement développé leur activité de vente de produits financiers vers « le marché retail ». A la suite, 14% des structures sont visiblement très centrées sur le marché des épargnants salariés. Dans ce groupe, on retrouve les sociétés de gestion faisant partie de groupes plus larges de retraite et de prévoyance. Avec une proportion de 11%, les sociétés de gestion qui complètent le tableau sont celles qui ont pour principale clientèle les investisseurs institutionnels. Il s'agit de sociétés de gestion de petite taille, spécialisées dans ce segment particulier des macro-clients institutionnels.

L'établissement de cette répartition permet de souligner à la fois l'homogénéité et l'hétérogénéité des structures observées. En effet, une grande majorité partage une stratégie de diversification des clientèles visées par l'offre ISR de la société de gestion. Toutefois, certaines sociétés de gestions se distinguent par une spécialisation sur les micro-clients épargnants-particuliers et épargnant-salariés alors que d'autres sont spécialisées dans l'offre de produits ISR vers la catégorie des investisseurs institutionnels.

#### b) Les pratiques de commercialisation

Les voies de commercialisation pour la clientèle des épargnants particuliers sont strictement différentes de celles empruntées pour la clientèle des épargnants-salariés et des investisseurs institutionnels. Les enquêtes qualitatives et quantitatives menées auprès des souscripteurs particuliers d'un fonds ISR lors de l'année 2001 ainsi que l'observation participante réalisée lors la recherche de thèse structurent cette affirmation. Pour la société de gestion, la première voie de commercialisation de son offre ISR vers « le marché retail » est le réseau de conseillers clientèles qui, dans toutes les agences de son groupe bancaire d'appartenance, a pour mission de vendre des produits financiers aux clients de la banque afin que ces derniers placent leur épargne. Les conseillers clientèles ont donc en charge de vendre, ces fonds ISR au même titre que les autres produits financiers créés et gérés par la société de gestion.

Pour les représentants des salariés (épargne salariale) et les investisseurs institutionnels, il semble que la commercialisation passe plus directement par la société de gestion et les équipes dédiées à l'ISR -que les membres de ces équipes présentent ou non un profil de commerciaux. Ceux-ci, parfois dans le cadre d'un appel d'offre, vont dès lors présenter à ces différents publics l'offre ISR proposée par leur établissement, ceci dans le but d'en promouvoir l'intérêt et de les convaincre d'y souscrire.

| <b>Voies de commercialisation</b>    | <b>Formation ISR commerciaux</b> | <b>Présentation/formation investisseurs institutionnels/représentants salariés</b> |
|--------------------------------------|----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>% par SG (société de gestion)</b> | <b>21%</b>                       | <b>75%</b>                                                                         |

Tableau 46 ET : Les voies de commercialisation des produits ISR

En ce qui concerne les voies de commercialisation auprès des souscripteurs, il faut souligner, en premier lieu, qu’aucune société de gestion lors de l’enquête de terrain ne nous a signalé avoir mis en place des objectifs de vente à ces commerciaux sur sa gamme ISR par un système de commission sur son fonds ou sa gamme de fonds ISR. Or, l’attribution préférentielle de commissions est généralement utilisée lorsque un réseau bancaire prend la décision d’orienter l’effort commercial de sa force de vente vers un produit financier donné.

Un nombre assez restreint de sociétés de gestion, 21%, se distingue par la mise en place de formations spécifiques sur l’investissement socialement responsable aux réseaux de conseillers clientèles ou de distributeurs de l’offre ISR. Celles qui démontrent un intérêt pour cette pratique sont le plus souvent celles qui cumulent la présence d’un réseau d’agences maillant l’ensemble du territoire français -leur ouvrant la possibilité d’atteindre une très large clientèle d’épargnants particuliers- et une implication relativement marquée dans l’ISR. Ces formations aux commerciaux sont cependant très hétérogènes. Elles peuvent s’incarner par un courrier adressé à l’ensemble des conseillers clientèles du réseau afin de leur procurer « un kit de vente » de ce nouveau produit financier. Ces formations peuvent aussi être des séminaires réunissant les responsables de l’ISR dans la société de gestion et les conseillers clientèles du réseau de distribution du groupe bancaire en question. Néanmoins, malgré quelques exemples qui démontrent un engagement ponctuel des sociétés de gestion dans la formation des relais clientèles, celui-ci est loin d’être commun à toutes les structures et d’être systématique.

L’analyse d’un document de support à ce genre de séminaire suggère que l’effort de conviction des conseillers clientèles doit porter sur la pertinence à la fois financière et extra-financière des fonds ISR proposés. Les fonds ISR sont des fonds composés d’actions d’entreprises cotées en Bourse, ils sont donc étroitement dépendants de sa bonne santé. Hors dans la période observée, celle-ci a connu une conjoncture très morose qui n’incite pas les épargnants particuliers à investir dans des produits financiers actions.

Les conseillers clientèles, notamment dans les grands réseaux bancaires, entrent parfois dans une relation plus tendue avec leurs clients dans cette période de chute des cours boursiers. Il faut donc à la fois les convaincre que le marché des actions va se rétablir et



devenir florissant mais aussi que l'ISR fera partie non seulement de ce renouveau mais en sera un des principaux contributeurs. En effet, l'effondrement de la bulle spéculative boursière s'est confondu avec l'éclatement de nombreux scandales financiers et comptables. L'ISR en s'attaquant aux racines structurelles de ces dysfonctionnements financiers notamment par son intérêt pour la thématique du gouvernement d'entreprise<sup>517</sup> est présentée comme pouvant participer à l'amélioration de la situation générale. Il s'agit, par ailleurs, de faire preuve de pédagogie auprès des conseillers clientèles en leur procurant des éléments de vulgarisation sur le développement durable, sur l'ancrage historique de l'investissement socialement responsable et sur son renforcement ces dix dernières années. Il est aussi nécessaire de les informer sur les spécificités (construction des dispositifs de jugements extra-financiers et des process de gestion) et les avantages de l'offre ISR mise en place.

L'effort de commercialisation des sociétés de gestion vis-à-vis des clientèles institutionnelles et des représentants syndicaux, intermédiaires pour l'accès à la clientèle des épargnants-salariés, apparaît comme plus fréquent. 75% des sociétés de gestion déclarent mettre en place des réunions de présentation et de formation auprès de ces deux publics. Ce chiffre souligne que les sociétés de gestion, même si elles se positionnent sur la conquête de différentes catégories de clients, privilégient dans les faits, celle de certaines clientèles.

Ces réunions se font parfois dans le cadre d'un appel d'offre ou de manière plus informelle. Les investisseurs institutionnels et, dans une moindre mesure, les représentants syndicaux désireux de connaître cette nouvelle approche rencontrent le ou les représentants des cellules dédiées ISR dont l'objectif est de les convaincre de l'avantage concurrentiel de leur offre. Ces prestations proposent des approches pédagogiques autour des thèmes du développement durable et de l'investissement socialement responsable. Un des passages obligés consiste à conter la genèse historique de ces mouvements pour entraîner une prise de conscience de leur importance actuelle. Ensuite, chaque société de gestion procède à sa manière pour présenter de manière convaincante son process de gestion ISR. En général, un niveau de détail assez élevé sur les critères de sélection, la construction des process de gestion, le degré d'exigence socialement responsable final du portefeuille, les notations extra-financières des entreprises est offert dans le cadre de ces prestations. Les aspects de performance financière des fonds sont aussi traités de façon extensive. Pour les sociétés de

---

<sup>517</sup> Voir chapitre VI

gestion, il s'agit de jouer sur les deux fronts : convaincre de la bonne santé financière de cette offre tout en mettant en lumière sa particularité et son caractère innovant.

Si ces pratiques de commercialisation construites autour de présentations orales sont différenciées selon le type de destinataire, les supports écrits d'aide à la commercialisation s'adressent le plus souvent à l'ensemble des clients potentiels. Les supports écrits que nous allons évoquer font partie de la production marketing déployée par la société de gestion pour présenter la gamme de ses services financiers. Selon les sociétés de gestion, l'action des départements marketing peut être très variée. Si certaines grandes sociétés de gestion déploient beaucoup de moyens dans ce sens, d'autres, en général de taille plus modeste, n'ont pas toujours développé ce genre de compétences.

Nous analyserons deux types de support : les supports papiers et les supports électroniques. Les supports papiers constituent les vecteurs les plus classiques du marketing dans la gestion d'actifs. Utilisés comme supports par les conseillers clientèles ou les réseaux de distribution, à disposition sur des présentoirs dans certaines agences ou au sein des sociétés de gestion, ou encore envoyés par courrier aux clients de la société de gestion ou du groupe bancaire dont elle fait partie, ils paraissent jouer un rôle central notamment auprès des clientèles « retail » via les envois de courriers et l'utilisation que peuvent en avoir les conseillers clientèles.

Le second support observé est le support Internet. Celui-ci permet en premier lieu aux sociétés de gestion de mettre en ligne les documentations commerciales utilisées en version papier. Toutefois, nous porterons ici plus précisément notre intérêt sur la mise en place par les sociétés de gestion de rubrique spécialement dédiées à l'ISR et constituée de contenus propres sur leurs sites Internet.

Si l'observation des contenus ISR que l'on peut trouver sur Internet présente un intérêt certain pour saisir le positionnement de la société de gestion, il faut rester prudent sur l'accès de cet outil par l'ensemble des clientèles visées. S'il est possible de faire l'hypothèse que les investisseurs institutionnels et les représentants syndicaux en raison du caractère professionnalisé que peut prendre leur recherche d'informations sur la gestion d'actifs ont accès à la technologie Internet, cette hypothèse est beaucoup plus fragile sur les clients épargnants particuliers et épargnants salariés particuliers. Il nous est impossible de fournir ici des données précises. L'âge et le statut socioprofessionnel apparaissent toutefois ici comme des variables lourdes dans l'utilisation de l'outil Internet en vue de s'informer sur l'offre de

produits financiers d'Epargne de sa banque d'appartenance ou d'une autre structure bancaire ou financière<sup>518</sup>.

Les supports écrits de documentations commerciales observés se scindent en deux groupes : les fiches produits et les brochures spécialement dédiées à l'offre ISR de la société de gestion. Les fiches produits constituent à priori une des figures clef du marketing dans le métier de la gestion d'actifs. Ordinairement composée de deux pages, la fiche produit est une synthèse des caractéristiques techniques et financières de chaque produit mis sur le marché par la société de gestion. Les fonds ISR comme les autres fonds en sont dotés. La brochure ISR, quant à elle, constitue un document plus approfondi. Elle reprend ordinairement les éléments techniques et financiers mais avec des approfondissements sur la dimension socialement responsable du fonds.

| Supports écrits de commercialisation | Documentations papier ISR dont: | Fiches produits | Brochures ISR | Rubrique ISR site Internet SG |
|--------------------------------------|---------------------------------|-----------------|---------------|-------------------------------|
| % par SG                             | 82%                             | 100%            | 57%           | 39%                           |

Tableau 47 ET: Les formes des supports de commercialisation

Ces supports de documentations commerciales ont été fournis sur demande ou récupérés sur le site Internet de la société de gestion pour 23 des 28 sociétés de gestion étudié. Celles pour lesquelles cette information est manquante sont des sociétés de gestion de taille financière modeste ou des sociétés de gestion faisant partie de groupe de retraite et de prévoyance. L'absence dans ces groupes d'une fonction marketing dédiée peut expliquer cette situation ainsi que l'adoption d'un mode de fonctionnement ne nécessitant pas le recours à ce type de support. En effet, ces sociétés de gestion, qui ont essentiellement une clientèle d'investisseurs institutionnels ou de représentants des salariés, semblent privilégier les rencontres et les présentations personnalisées. La totalité des sociétés de gestion, produisant ces supports de documentations commerciales, met à disposition des « fiches produits ». En revanche, moins de la moitié de l'échantillon fournit une brochure dédiée sur son fonds ou sa gamme de fonds ISR.

<sup>518</sup>Credoc, 2001, « Les nouvelles technologies se diffusent en laissant subsister de nombreuses inégalités », *Consommations et Mode de vie*, n°150, mai 2001. 73 % des cadres supérieurs sont connectés chez eux ou au bureau, contre seulement 3 % des plus de 60 ans. L'enquête révèle d'ailleurs que le fait d'être connecté sur son lieu de travail est un facteur particulièrement déterminant de l'équipement à domicile

Les fiches produits paraissent assez standardisées sur les renseignements techniques et financiers mais présentent des contenus variables sur la dimension ISR. Ainsi, certaines ne font que mentionner succinctement la dimension extra-financière du produit alors que d'autres présentent les concepts du développement durable et de l'ISR, l'équipe dédiée à l'ISR, les prestataires d'informations extra-financières et les grandes étapes de déploiement du process de gestion ISR.

Le développement de brochures ISR concerne essentiellement les sociétés de gestion faisant partie de grands groupes bancaires ou d'assurances qui se distinguent par une forte implication dans l'ISR. Il existe toutefois de grosses variations dans le contenu de ces documents. Certaines brochures sont des simples extensions des fiches produits. Elles articulent une présentation de la gamme ISR avec une description de la structure de commercialisation. D'autres préfèrent une orientation plus pédagogique. Ces documents tentent alors de vulgariser les concepts de développement durable et d'investissement socialement responsable, tout en positionnant la société de gestion par rapport à ces mouvements et les enjeux qu'ils comportent. Pour certaines sociétés de gestion, il s'agit là d'exprimer des convictions générales sur la convergence de la performance financière à long terme et de la prise en compte des enjeux extra-financiers, alors que d'autres tentent de relier ces mouvements à des enjeux plus concrets comme le changement climatique, les conditions de travail des salariés dans certains pays et la responsabilité des actionnaires vis-à-vis des entreprises. Ces documents comprennent des développements plus ou moins longs sur la construction et le déploiement du process de gestion ISR.

La mise en place d'une rubrique ISR dédiée sur le site Internet de la société de gestion concerne un peu plus du tiers des 23 sociétés de gestion concernées. Ces rubriques sont, à l'instar des brochures ISR, mises en place le plus souvent par des sociétés de gestion très impliquées dans l'ISR et bénéficiant d'une puissance financière globale forte. Toutefois, certaines sociétés de gestion plus modestes en terme financier mais fortement impliquées créent ce type de rubrique Internet sans forcément être dotées d'une brochure ISR papier.

Il existe, là aussi, une grande diversité des contenus. Certaines rubriques ISR sont assez réduites. Elles rappellent brièvement le contexte historique, présentent à grands traits l'offre ISR et esquissent le positionnement de la société de gestion sur la thématique. D'autres sont plus riches et se distinguent notamment par des visées de pédagogie et d'éducation sur la thématique. Certaines mettent ainsi en ligne des glossaires sur le développement durable, des

« FAQ<sup>519</sup> » très complets mettant à plat les grands enjeux qui peuvent être reliés à cette forme de gestion. Cette volonté de pédagogie va parfois assez loin. Certaines structures, plus rares, profitent du support Internet pour faire partager gratuitement et sans conditions d'accès les avancées de la recherche extra-financière menée en interne. Une société de gestion d'origine britannique est particulièrement en pointe sur la production de ce type de contenu. Son site, dont une grande partie est dédiée à la question de l'investissement socialement responsable, regorge d'informations diverses et approfondies sur la thématique. Chez les offreurs français, cette transparence sur la recherche extra-financière développée en interne se manifeste plus occasionnellement et de manière beaucoup plus limitée. Elle est souvent strictement dédiée aux investisseurs institutionnels.

Les sociétés de gestion ne disposant pas de ce type de rubrique sont des sociétés de gestion de taille financière modeste, des sociétés de gestion faisant partie de groupes de retraite de prévoyance mais aussi des sociétés de gestion grandes ou moyennes peu impliquées ou impliquées depuis peu dans le champ. Parmi ces sociétés de gestion n'ayant pas de rubrique dédiée ISR sur leur propre site, 18% mettent en avant la présence d'éléments d'informations concernant l'ISR sur le site de leur groupe bancaire d'appartenance. Ces éléments intègrent alors une rubrique plus large portant sur l'engagement de la banque ou de l'assureur vis-à-vis du développement durable. L'existence d'une offre ISR devient alors le signe de l'engagement du groupe dans le développement durable sur les métiers de la gestion d'actifs.

Dans son entretien, l'analyste ISR buy side Sabine<sup>520</sup> se révèle assez critique sur les efforts de commercialisation consentis par la société de gestion qui l'emploie. La situation saisie sur cette question, par le biais de l'enquête par questionnaire et l'analyse documentaire, met au jour une situation très hétérogène selon les clientèles ciblées et les sociétés de gestion. Les clientèles des investisseurs institutionnels et des représentants syndicaux apparaissent comme celles faisant l'objet des attentions les plus marquées de la part des sociétés de gestion. L'effort de commercialisation, nécessitant pour l'ISR un travail de pédagogie et de vulgarisation des concepts du développement durable et de l'ISR, semble, en revanche, beaucoup moins marqué vis-à-vis des conseillers clientèles et des réseaux de distribution qui constituent pourtant les principaux relais vers les clients épargnants particuliers.

---

<sup>519</sup> FAQ : Frequently Asked Questions. Rubrique qui permet sur de nombreux sites Internet de devancer les questions que peuvent se poser les internautes sur le sujet évoqué.

<sup>520</sup> Voir chapitre IV.

Par ailleurs, les sociétés de gestion sont diversement engagées sur la mise en place d'un marketing passant par la production de documentations commerciales sur leur offre ISR. Rares sont celles qui vont plus loin que les exigences qu'elles manifestent pour leur offre traditionnelle de produits financiers. Quelques sociétés de gestion font toutefois preuve d'une volonté de pédagogie et d'éducation plus marquée sur l'ISR, à la fois lorsqu'elles ciblent les macro-clients investisseurs institutionnels et les micro-clients épargnants particuliers potentiellement intéressés par la démarche.

Si les sociétés de gestion arrivent à attirer certaines clientèles par les voies de commercialisation que nous venons d'évoquer, il leur est alors nécessaire de s'engager dans des relations plus approfondies avec leurs clients. Celles-ci consistent, le plus souvent pour les sociétés de gestion, à rendre des comptes à ces derniers sur les choix de gestion financière qui peuvent être faits. Pour les fonds traditionnels, cet effort d'explicitation prend la forme de rapports de gestion écrits, ordinairement désignés dans les métiers de la gestion d'actifs par le terme de « reporting financier ». Toutefois, les fonds ISR présentent la particularité d'avoir une dimension extra-financière, qui nécessite aussi théoriquement un effort de transparence. Or, dans le chapitre V, nous avons émis l'hypothèse que les acteurs des sociétés de gestion n'étaient généralement pas très à l'aise dans cet exercice de dévoilement de leur exercice concret de gestion ISR. Nous essaierons toutefois de saisir ici les quelques tentatives de mise en lumière de leurs pratiques par les sociétés de gestion à destination de leurs clients.

### **B) Communiquer auprès des clients sur la dimension extra-financière de l'offre**

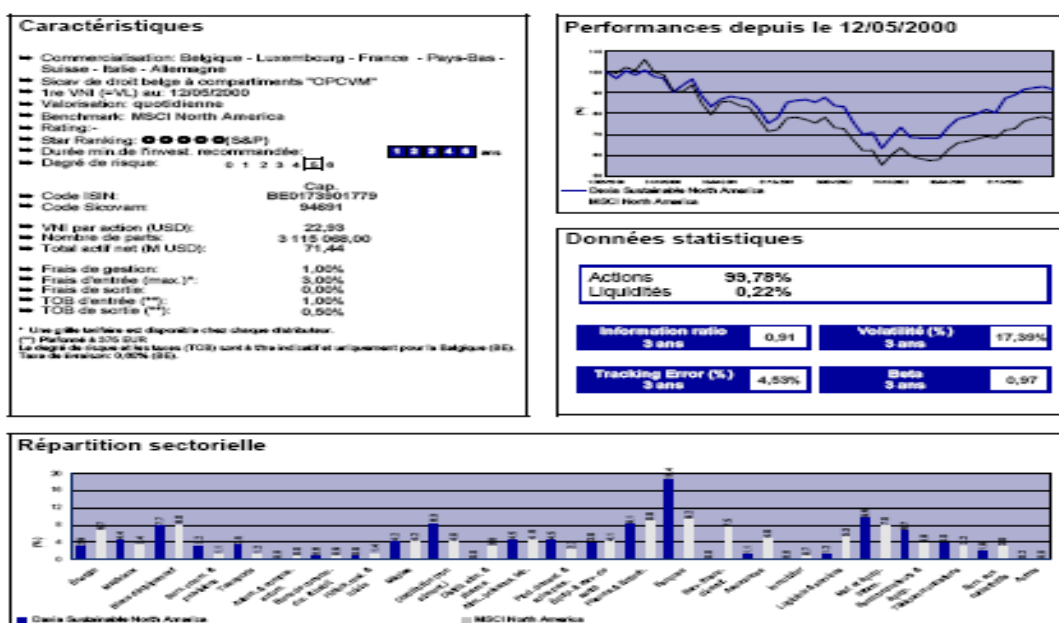
Pour les fonds traditionnels, la communication financière passe, quelque soit la clientèle concernée, par la rédaction d'un document désigné par le terme de « reporting financier ». Celui-ci peut être mensuel, trimestriel, semestriel ou annuel. Le reporting mensuel est plus synthétique que les autres formes de reporting : il prend la forme d'un document de deux ou trois pages alors que les trois autres présentent un nombre croissant de pages en fonction de la période écoulée.

Dans ce type de document, figurent à côté des éléments techniques<sup>521</sup> et du rappel de l'objectif de gestion, des éléments prenant le plus souvent une forme graphique (courbe

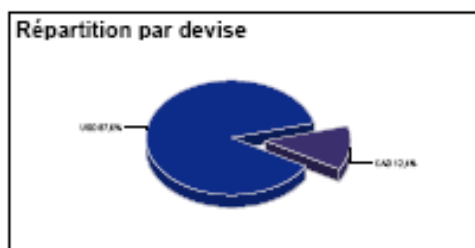
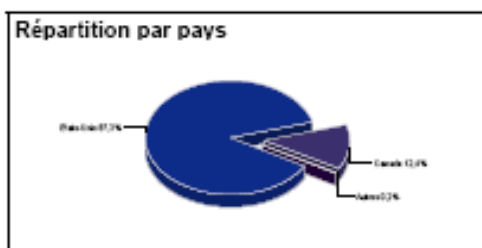
---

<sup>521</sup> Les éléments techniques les plus couramment mentionnés : actifs du fonds, valeurs liquidative, nature Juridique (FCP ou SICAV), classification COB et code ISIN, Valorisation, horizon de placement, affectation des

d'évolution, graphique en bâton, en camembert) et permettant au client de suivre l'évolution de la performance du fonds et de sa composition -qui fluctue selon les choix de gestion faits par le gérant du fonds. Certains de ces reporting financiers sont dotés d'une rubrique « commentaire de gestion ». Ces rubriques mettent en scène la prise de parole du gérant du fonds sous la forme d'un commentaire littéraire visant à revenir sur les éléments macro-économiques et micro-économiques qui ont amené ce dernier sur le mois, le trimestre, le semestre ou l'année à vendre ou à acheter certaines valeurs. Notre objectif ici est de mesurer si la spécificité ISR a un impact sur la manière dont les sociétés rendent des comptes à leurs clients.



résultats, frais de gestion, date de création. Voir l'exemple ci-dessous des éléments financiers trouvés dans une fiche reporting:



**Performances**

| Durée d'investissement | Progressions cumulatives |           |               | Performances annualisées |               |
|------------------------|--------------------------|-----------|---------------|--------------------------|---------------|
|                        | Compartment              | Benchmark | Δ / Benchmark | Compartment              | Δ / Benchmark |
| 1 mois                 | -1.4%                    | -1.7%     | 0.3%          | -                        | -             |
| 3 mois                 | 0.1%                     | 1.1%      | -0.8%         | -                        | -             |
| 6 mois                 | 14.0%                    | 13.1%     | 0.8%          | -                        | -             |
| YTD                    | 0.1%                     | 1.1%      | -0.8%         | -                        | -             |
| 1 an                   | 34.8%                    | 33.3%     | 1.2%          | 34.8%                    | 1.2%          |
| 2 ans                  | 4.6%                     | -1.3%     | 5.8%          | 2.2%                     | 2.6%          |
| 3 ans                  | 10.0%                    | -2.9%     | 12.9%         | 3.2%                     | 4.2%          |
| 12/01/2000             | -8.3%                    | -22.8%    | 14.5%         | -2.2%                    | 4.2%          |
| 2003                   | 33.8%                    | 27.4%     | 5.8%          | 33.8%                    | 5.8%          |
| 2002                   | -20.5%                   | -25.6%    | 3.1%          | -20.5%                   | 3.1%          |

| Depuis la création                |        |
|-----------------------------------|--------|
| Meilleure performance mensuelle   | 9.6%   |
| Moins bonne performance mensuelle | -10.7% |

**Positions principales**

|                      |                             |      |
|----------------------|-----------------------------|------|
| BANK OF AMERICA CORP | Banques                     | 5.9% |
| HOME DEPOT INC.      | Distribution (non aliment.) | 4.5% |
| FANNIE MAE           | Banques                     | 4.3% |
| MCGRAW-HILL          | Médias                      | 4.2% |
| BANK OF NOVA SCOTIA  | Banques                     | 4.2% |
| 3M CO                | Biens d'équipement          | 4.0% |
| JOHNSON & JOHNSON    | Pharma & biotech.           | 4.0% |
| CISCO SYSTEMS        | Mat. et équip. inform.      | 4.0% |
| TARGET CORP          | Distribution (non aliment.) | 3.8% |
| INTEL CORP.          | Semiconducteurs & équip.    | 3.6% |

**Commentaire du gestionnaire au 31/03/2004**

Après un excellent début d'année, les marchés américains des actions ont entièrement perdu leurs gains. L'optimisme des investisseurs a été sapé après les chiffres du chômage décevants et le menace terroriste croissante. De nombreux investisseurs ont dès lors préféré prendre leurs bénéfices. Après la récente baisse, le marché est cependant à nouveau devenu intéressant. Nous pensons en outre que la création d'emplois va reprendre, ce qui soutiendra la relance économique. Nike a été repris dans le registre Ethibel.

Les comptes-rendus de gestion peuvent aussi prendre une forme orale lors de la tenue de conseils de surveillance ou de comités de pilotage notamment lorsque les clients sont des investisseurs institutionnels. Les aspects extra-financiers font-ils aussi l'objet d'un compte rendu oral ? Est-ce que les macro-clients institutionnels sont, ici aussi, les plus visés par cette pratique ? Finalement, après avoir observé les voies de création d'un compte-rendu extra-financier dans les pratiques ordinaires des acteurs des sociétés de gestion, nous reviendrons sur un ensemble de documents dont la production est concomitante à la création des fonds ISR : les lettres ISR.

#### a) Rendre des comptes sur la spécificité ISR par les voies usuelles du reporting

La menée de l'enquête par questionnaire a permis de récupérer les comptes-rendus de gestion mensuel, courant sur l'année 2004, pour la quasi-totalité des enquêtés (96%). Une seule société de gestion faisant partie d'un groupe de retraite et de prévoyance ne nous a pas fourni ce type de document.



|                             | Sans mention ISR | Mention ISR | Eléments ponctuels | Rubrique(s) dédiées |
|-----------------------------|------------------|-------------|--------------------|---------------------|
| Reporting financier mensuel | 0%               | 81%         | 7%                 | 11%                 |

Tableau 48 ET: Prise en compte de la spécificité ISR dans les reporting financiers mensuels

Pour saisir le niveau d'intensité de l'effort de reporting extra-financier consenti par la société de gestion, nous avons, à partir de l'analyse des documents, établi une échelle composée de quatre niveaux, l'un excluant l'autre.

Le premier niveau englobe les sociétés de gestion qui ne spécifient à aucun moment dans leur reporting mensuel la caractéristique ISR du produit financier. Aucune société de gestion n'est dans ce cas.

Le second niveau désigne les sociétés de gestion qui font état de la caractéristique socialement responsable du produit mais ne fournissent pas d'éléments concrets rendant compte de l'intégration de cette dimension dans la gestion du fonds. 81% des enquêtés se situent à ce niveau d'information. L'hétérogénéité des pratiques est cependant assez marquée. Alors que certaines structures mentionnent de manière très succincte la spécificité ISR par une phrase courte : « Le fonds est géré selon les principes du développement durable », d'autres sont beaucoup plus disertes. Elles peuvent revenir sur les grandes étapes du process de gestion, sur la liste détaillée des critères extra-financiers choisis ou encore sur l'apport des prestataires externes d'informations extra-financières.

Le troisième niveau rassemble les sociétés de gestion dont les reporting financiers contiennent ponctuellement des éléments qui renseignent le lecteur sur l'articulation des arbitrages financiers et extra-financiers. Ces éléments ne se retrouvent pas forcément d'un mois à l'autre. On les retrouve le plus souvent dans le commentaire de gestion fait par le gérant. Celui-ci explique par exemple qu'il n'a pas acheté une valeur X en raison de la faiblesse de sa notation extra-financière ou qu'au contraire du fait de bonnes perspectives financières et extra-financières, il a pu faire le choix d'en acquérir quelques parts. Un nombre assez réduit (7% des sociétés de gestion, soit 2 sur 28) se distingue par l'insertion de ce type de commentaires ponctuels.

### COMMENTAIRE TRIMESTRIEL

En dépit d'une certaine volatilité, les marchés d'actions ont clôturé le trimestre en hausse. Si l'inquiétude suscitée par le niveau élevé des cours pétroliers, la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et le ralentissement économique chinois a tempéré l'optimisme des investisseurs, elle s'est atténuée en juin, autorisant la progression des marchés d'actions.

Sur la période, la performance du Portefeuille a quelque peu déçu. Vodafone a cédé du terrain, la société ayant annoncé des résultats légèrement inférieurs aux attentes du marché ainsi que son intention de racheter les minoritaires de sa filiale japonaise. Ballard Power et Swiss Re se sont également inscrits en baisse. En revanche, certaines de nos positions technologiques américaines telles que Hewlett Packard et Intel ont surperformé, à la faveur de leurs excellents résultats.

Nous avons décidé de liquider la position sur OTE, préoccupés par le manque de transparence de la société et la réalité de son engagement social et environnemental. En fin de période, nous avons également décidé de vendre la position sur Hewlett Packard et de réinvestir partiellement les produits de cessions sur Pirelli. Dans les télécommunications, les opérateurs historiques sont confrontés à une concurrence sévère de la part des opérateurs alternatifs et des câblo-opérateurs. Cette course aux parts de marché devrait déboucher sur une augmentation des dépenses d'investissement dans les infrastructures de télécommunications et accroître la demande de câbles à fibre optique.

Les perspectives des marchés d'actions mondiaux nous paraissent toujours encourageantes. Nous privilégions les sociétés capables de générer de la croissance dans un contexte de croissance économique modérée, tout en étant positionnés en vue d'une reprise des dépenses d'investissement des entreprises.

30 juin 2004

Une part aussi réduite, 3 sur 28 (11%) présente des reporting mensuels, que nous avons classés dans le quatrième niveau de notre échelle. Ces reporting possèdent des éléments dédiés à l'ISR pouvant être considérés comme des formes dédiées de reporting extra-financier.

Deux de ces trois comptes-rendus de gestion présentent un zoom extra-financier sur une ou plusieurs valeurs présentes dans le portefeuille. Il s'agit dès lors de revenir rapidement sur les facteurs positifs extra-financiers qui expliquent le choix d'investir plus particulièrement dans une société plutôt qu'une autre dans un secteur d'activité donné.

## Deux exemples de zoom extra-financier sur une valeur

### Fund Manager's Comment

In May, the MSCI World Index declined by 0.9% (in euro terms). The best performing sectors were IT and materials, while telecoms and consumer staples were the worst performing.

In May, one of the best performing stocks in the portfolio was Washington Mutual, a US financial institution. This stock gained significantly on the back of takeover rumours. Capital One, a US credit card company, recovered substantially in May after declining due to interest rate fears. Intel also did well in May, due to positive news regarding new PC shipments, chip equipment orders and chip prices. In May, LogicaCMG was one of the worst performing stocks in the portfolio. The company expects a decline in revenues during the first half of the year due to postponed payments for wireless network orders and falling sales in France and Germany. Guidant declined significantly in May, after the company announced that there are problems with the production of one of its most promising products. The share price of Vodafone also decreased during the month, due to concerns that the company's investment in 3G might hurt margins.

In the spotlight: Roche. A Swiss-based pharmaceutical and chemical company, Roche has a very good animal testing policy. The company is committed to finding alternatives for animal experiments and applies the highest standards with respect to the treatment and care of animals. With respect to the Third World, the company's policy is to actively contribute to better access to drugs, and Roche has promised not to file patents in lesser developed countries, including patents for HIV/AIDS medicines.

### Analyse des valeurs - Commentaire de l'équipe d'analystes ISR

#### La valeur du mois - DIAGEO

Le groupe Diageo est un des leaders du secteur de la distribution de boissons alcoolisées. Il dispose de gammes de produits diverses et prestigieuses : bière (Guinness, Kilkenny), whisky (Johnny Walker, J & B, etc.), vodka (Smirnoff), gin (Tanqueray). Sans oublier la crème de whisky prénommée Bailey's, ni son partenariat avec LVMH pour la distribution à l'échelle mondiale de la prestigieuse marque de vins et spiritueux Moët Hennessy, qui produit notamment le champagne Moët & Chandon.

Il s'agit d'un des secteurs les plus controversés du point de vue de l'investissement socialement responsable. Boisson appréciée par des millions de consommateurs, l'alcool a de tout temps constitué un élément culturel majeur de la vie en société. C'est néanmoins une bien de consommation qui a souvent été condamnée étant associé au risque d'accoutumance en cas de consommation abusive. Aujourd'hui, l'époque de la prohibition est révolue et à l'exception de certaines cultures, la consommation d'alcool fait partie intégrante des modes de vie ... il s'agit de le consommer avec modération.

« Consommer avec modération » est une notion qui pourrait être considérée comme un frein aux ventes et allant à l'encontre des intérêts économiques des entreprises telles que Diageo. Cependant, certains groupes de ce secteur reconnaissent qu'une consommation irresponsable ou excessive peut nuire au consommateur et constituer par conséquent un risque réputationnel. Au fil des ans, les acteurs de cette industrie ont pris conscience de la matérialité de ce risque et de l'importance d'agir en entreprise citoyenne. Diageo est un des précurseurs ... l'entreprise présente en effet des pratiques exemplaires.

Les relations avec les clients constituent notamment un enjeu majeur du secteur. Diageo a mis en place des pratiques remarquables dans ce domaine pour promouvoir l'importance d'une consommation responsable : Le groupe finance de nombreuses campagnes innovantes et efficaces pour lutter contre l'alcool au volant (diffusées dans plus de 35 pays) ou la consommation avant l'âge légal. Les initiatives sont déployées dans les marchés mûrs (Europe, États-Unis, etc.) et émergents (zone Asie notamment) tant au niveau local, national qu'international en partenariat avec diverses parties prenantes du secteur public et privé. Cette diversité d'actions permet ainsi de répondre aux différents contextes culturels et nationaux.

En matière de relations fournisseurs, le groupe envisage de mettre en place une plateforme d'échanges de bonnes pratiques et un plan d'action afin d'intégrer les critères sociaux et environnementaux dans la sélection des fournisseurs ainsi qu'un ensemble de procédures pour contrôler les performances de ces derniers.

Les performances sociales illustrent un avantage compétitif non négligeable de Diageo. L'entreprise met l'accent sur la santé et la sécurité de ses employés en s'appuyant sur un système de management efficace et un réseau d'administrateurs dédiés. Le groupe démontre encore une fois son leadership à travers les initiatives mises en place pour soutenir les employés atteints du sida en Afrique : un dirigeant est en charge du dossier à plein temps, les services d'assistants sociaux et des traitements antirétroviraux sont à disposition des familles touchées par la maladie.

Par ailleurs, nous ne pouvons que saluer l'engagement du Groupe vis-à-vis de la société civile à travers divers programmes : la formation et la promotion de l'esprit d'entreprise ; le financement de programmes visant à la préservation de la ressource en eau tels que le nettoyage de rivières, le développement de systèmes de récupération et d'épuration des eaux de pluie ; etc.

Dans le domaine de l'environnement, les performances de Diageo sont mitigées. Toutefois, nous anticipons des progrès imminents grâce à de nombreuses initiatives que le groupe a entreprises concernant la gestion de l'eau dans le processus de production, le recyclage des bouteilles, la recherche d'éco-conception.

En conclusion ... conscient d'opérer dans un secteur qui touche directement à la santé publique, le Groupe a développé une culture d'entreprise unique misant sur une démarche proactive et transparente à travers une stratégie de développement durable notamment. Diageo vise en effet à gérer les risques sectoriels de manière rigoureuse afin de les transformer en véritables opportunités commerciales.

Dans un seul de ces reporting, les rédacteurs tentent dans la rubrique « commentaire de gestion » de mettre en scène de façon systématique l'articulation entre l'appréciation extra-financière des entreprises et les données financières macro-économiques et micro-économiques orientant in fine les choix de gestion du gérant.

Dans le troisième compte-rendu de gestion, une autre approche est explorée. Il s'agit de créer une rubrique où des éléments de mesures statistiques permettent de donner au lecteur le degré de sélectivité socialement responsable du portefeuille. Cette note est attribuée en fonction de la méthodologie d'évaluation du prestataire d'information employé.

Seul un de ces documents cumule deux de ces trois orientations. Il oriente le commentaire de gestion vers une description de la prise en compte de la dimension extra-financière et fait un zoom sur les qualités socialement responsables d'une ou plusieurs valeurs en portefeuille. Cette société de gestion, SG 11, fournit aussi, par ailleurs, dans son reporting la liste complète des valeurs en portefeuille, ce que ne fait qu'une seule autre société de gestion, d'origine britannique, SG 12.

SG 12, tout comme une autre société de gestion, représentent un cas particulier. Elles produisent des reportings mensuels que nous avons classés dans le second niveau car ces derniers ne comportent pas de rubrique dédiée à la spécificité ISR. Néanmoins, ils renvoient le lecteur au site Internet de la société de gestion ou du groupe bancaire pour trouver des éléments complémentaires. En se rendant sur les sites indiqués, il est possible de trouver des éléments strictement dédiés à l'explicitation de la dimension ISR. SG 12 a mis en place des liens qui permettent en cliquant sur chaque valeur du portefeuille d'accéder à un commentaire d'une dizaine de lignes soulignant les facteurs positifs justifiant la présence de la valeur dans le portefeuille du fonds. SG6 propose, elle aussi, un commentaire extra-financier sur les principales valeurs composant le portefeuille d'un de ses fonds ISR.

Un nombre plus réduit (11 des 28 sociétés de gestion étudiées) a mis à notre disposition, lors de l'enquête par questionnaire, des comptes-rendus de gestion trimestriels, semestriels et annuels. Certains enquêtés fournissent leurs reporting trimestriels en raison de l'absence de reporting mensuels. D'autres encore envoient les documents mensuels accompagnés de rapport trimestriel, semestriel ou annuel car ces derniers comportent des éléments ISR plus conséquents. Ce constat explique une répartition des niveaux d'intensité de reporting extra-financier plus favorable. En effet, dans ces documents, les sociétés de gestion ne sont plus que 33% à s'arrêter au second niveau consistant à mentionner sans aller plus loin la caractéristique ISR du fonds. En revanche, dans la moitié des reportings en question, il est

possible de trouver des éléments ponctuels se rapprochant d'un commentaire de gestion extra-financier. Et 2 sur 11, soit 17%, sont dotés d'une rubrique fixe sur l'ISR.

|                                                      | Sans mention ISR | Mention ISR | Éléments ponctuels | Rubrique(s) dédiées |
|------------------------------------------------------|------------------|-------------|--------------------|---------------------|
| Reporting financier, trimestriel, semestriel, annuel | 0%               | 33%         | 50%                | 17%                 |

Tableau 49 ET: Prise en compte de la spécificité ISR dans les reporting financiers autre que mensuels

Une de ces rubriques consiste à faire une présentation extra-financière d'une valeur en portefeuille alors que l'autre donne le degré de sélectivité socialement responsable du portefeuille.

Les conclusions que nous pouvons tirer de l'analyse de ces documents sont assez proches de celles du chapitre V. De manière générale, les sociétés de gestion de notre groupe d'enquêtes n'ont pas fait d'effort marqué pour mettre en place des éléments de comptes-rendus extra-financiers s'articulant avec les éléments de comptes-rendus financiers déjà présents dans les supports dit de « reporting financier ». Certaines, très impliquées dans l'ISR, proposent de manière officielle quelques pistes de compte rendu extra-financiers mais elles sont encore très rares. Il faut cependant souligner ici que l'observation participante nous a permis de constater que certaines sociétés de gestion réfléchissent en interne sur les formes que pourraient prendre ce reporting pour répondre notamment aux exigences futures en la matière des macro-clients institutionnels. Ces réflexions reposent plus particulièrement sur la construction d'outils de présentation du degré de sélectivité socialement responsable des fonds.

Comme le démontrent les entretiens menés avec Sabine et Louis, analystes ISR buy side<sup>522</sup> ainsi que l'observation participante, la communication auprès des investisseurs sur les arbitrages faits entre considérations extra-financières et financières, prend aussi souvent la forme de présentation orale lors de comités rassemblant clients et responsables de la gestion ISR. L'organisation de ce genre de comité, rassemblant des clients institutionnels et des représentants de la société de gestion, est une pratique assez courante dans l'industrie de la gestion d'actifs. Elle a fait toutefois l'objet d'une véritable appropriation créatrice chez les premières sociétés de gestion lançant des fonds ISR en France au tournant des années 2000.

<sup>522</sup> Voir chapitre IV

Nombreuses sont celles qui à cette époque se dotent alors de comité éthique ou de développement durable<sup>523</sup>.

25% des sociétés de gestion interrogées déclarent mettre en place un compte-rendu extra-financier pour des macro-clients institutionnels lors de la tenue de ces comités. Un peu moins, 11%, déclarent procéder à cet exercice pour des représentants syndicaux dans le cadre de la labellisation faite par le Comité Intersyndical de l'Epargne Salariale. Cette proportion est similaire pour la catégorie des micro-clients particuliers.

| <b>Reporting extra-financier dans un comité de pilotage à destination:</b> | <b>Des investisseurs institutionnels</b> | <b>Des représentants syndicaux</b> | <b>Des particuliers</b> |
|----------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------|-------------------------|
| <b>% sociétés de gestion</b>                                               | 25%                                      | 11%                                | 11%                     |

Tableau 50, chapitre VII : Taux de reporting extra-financier dans les comités de pilotage

Pour les macro-clients institutionnels et les représentants syndicaux, ce genre de réunion paraît être une occasion concrète d'entendre les sociétés de gestion revenir sur les motivations financières et extra-financières qui sont au fondement de la sélection des entreprises. Les échanges directs sont alors possibles même si comme nous avons pu le voir dans le chapitre V, rares sont les macro-clients institutionnels qui ont le pouvoir d'infléchir véritablement les orientations extra-financières prises par une société de gestion.

Pour les micro-clients particuliers, la situation se présente sous un jour différent. Dans deux cas sur trois, les initiatives mentionnées sont des réunions semi-publiques c'est-à-dire que d'autres membres que les clients du fonds peuvent y participer. Elles prennent, dès lors, un tour assez officiel avec la mise en place d'une tribune et d'un parterre de spectateurs. Le reporting extra-financier prend alors un tour plus généraliste avec l'intervention d'une entreprise invitée ou encore la présentation des conclusions d'une recherche extra-financière menée par la société de gestion. Dans le troisième cas, le nombre de représentants des clients particuliers est restreint. Ces réunions officielles prennent souvent un tour très généraliste même si le responsable de l'ISR transmet des éléments de comptes-rendus de gestion financiers et extra-financiers à l'ensemble des acteurs réunis dont les deux ou trois micro-clients particuliers.

Une forte différenciation du traitement des types de clients se constate encore ici sur cette pratique de compte rendu oral de gestion, qui demeure le fait d'une minorité des entités

---

<sup>523</sup> Voir chapitre V

observées. Parallèlement à cette exploitation assez ténue des voies établies du compte rendu de gestion financier à destination des clients, certaines sociétés de gestion, souvent très impliquées dans l'ISR, choisissent d'autres chemins pour aborder l'exercice.

*b) Les lettres ISR et newsletter ISR : des supports à visée pédagogique et commerciale*

35% des sociétés de gestion faisant partie du panel produisent et éditent des lettres ou des newsletter socialement responsables. Ces supports se caractérisent par un contenu hybride, mélange plus ou moins dosé entre du journalisme d'entreprise, du marketing interne et de la restitution d'éléments de recherche extra-financiers. Leur fréquence est dans la majorité des cas trimestrielle et dans un seul cas mensuelle. En règle générale, elles sont communiquées essentiellement aux souscripteurs du fonds concerné. Néanmoins certaines structures mettent ces productions en accès libre sur leur site Internet.

Un peu plus de la moitié de ces documents est adossée à la tenue d'un comité de pilotage de l'offre ISR. La lettre ISR, qui fait rarement plus de deux pages dans cette configuration, est d'abord l'occasion de proposer un compte-rendu des débats qui ont eu lieu lors de ces réunions. A cet élément, s'ajoutent alors quelques brèves journalistiques condensant l'actualité du développement durable et de l'investissement socialement responsable ainsi que des éléments de compte-rendu financier : graphiques de performance, commentaires de gestion. Sont aussi parfois présentés synthétiquement des éléments de reporting extra-financier. Dans la lettre éditée par SG4, figure, par exemple, un focus sur les qualités extra-financières d'une valeur présente dans le portefeuille ou encore un résumé des enjeux extra-financiers propres à un secteur d'activité donné. SG5, en revanche, délivre une évaluation du degré global de sélectivité extra-financière du fonds et la liste complète des entreprises en portefeuille. Quant à SG 17, en partenariat avec une association d'investisseurs socialement responsables, elle profite de la publication de l'association pour communiquer des éléments d'analyse extra-financière sur les entreprises.

Les quatre autres publications recensées ne sont pas adossées à la tenue d'un comité de pilotage ou de tout autre rassemblement officiel ayant pour objet l'actualité de l'offre ISR commercialisé. Deux de ces publications, faisant entre deux et quatre pages, présentent avec des variations, les mêmes types d'éléments que nous venons d'évoquer ci-dessus.

Deux publications se distinguent à la fois par leur longueur (une dizaine de pages) et leur tentative d'offrir des éléments approfondis sur le contenu de l'analyse extra-financière menée en interne. La lettre de SG1 se distingue donc en proposant des dossiers thématiques

présentant le positionnement de ses analystes ISR sur les enjeux posés par l'évaluation extra-financière des entreprises. Elle reste néanmoins un patchwork de plusieurs orientations. Des contenus journalistiques -actualité du développement durable et de l'ISR, interviews de spécialistes de l'ISR- côtoient des éléments de marketing (mise en valeur de l'offre ISR) et de compte rendu de gestion financier et extra-financier.

L'initiative de SG12, offreur d'origine britannique, semble encore plus fortement marquée par cette volonté de communiquer des éléments d'analyse extra-financière et d'articuler les avancées de cette analyse avec les choix de gestion. A côté des analyses sur les grands enjeux extra-financiers rencontrés par un pays ou un secteur d'activité, des commentaires extra-financiers sont donnés pour l'ensemble des sociétés de gestion entrant dans le portefeuille sur le trimestre. Une comptabilisation des rencontres faites dans le cadre de la procédure d'engagement actionnarial est aussi fournie. A côté de cette publication trimestrielle, la société de gestion édite un bilan annuel de son action en faisant un récapitulatif des objectifs atteints et non atteints sur l'année et une fixation officielle d'objectifs à atteindre pour l'année suivante. L'ensemble de ces documents est consultable ou téléchargeable en ligne sur le site de SG12.

Les lettres ISR permettent aux structures les plus impliquées dans l'ISR de proposer des éléments de compte rendu de gestion et d'analyse extra-financière qui ne figurent pas dans les reporting financiers classiques. Elles constituent aussi une opportunité de compléter habilement les voies de commercialisation existantes et de se distinguer de la concurrence. Tout en offrant des contenus journalistiques sur le développement durable et l'investissement socialement responsable, qui contribuent à l'éducation potentielle du lecteur sur ces thématiques, elles contiennent des éléments vantant la qualité de l'offre ISR de la société de gestion. De plus, la production à titre gracieux de ce type de support, peut offrir une image sérieuse et authentique de l'implication de la société de gestion dans le champ de l'ISR à même de séduire et de satisfaire certains des clients actuels et potentiels.

Néanmoins ces initiatives, tout comme les autres que nous avons analysées, restent assez rares et hétérogènes. Si certaines sociétés de gestion fortement impliquées dans l'ISR s'engagent dans des voies de commercialisation mettant en avant les caractéristiques de l'investissement socialement responsables, elles sont encore très rares à aller jusqu'au bout de cette logique en mettant en scène au sein des documents de reporting financier, les arbitrages concrets entre dimension financière et extra-financière.



Par ailleurs, il apparaît que les macro-clients institutionnels ainsi que les représentants syndicaux constituent des cibles de commercialisation plus courtisées au final que les micro-clients épargnants. Certaines contraintes structurelles et lucratives entrent sans nul doute en ligne de compte. Il est peut-être plus efficient économiquement pour une société de gestion de se consacrer à quelques investisseurs institutionnels, véritable sésame de l'accès à une gestion rapide de sommes conséquentes sous forme ISR, que d'entrer dans un processus de formation d'un nombre élevé de conseillers clientèles. Formation dont rien ne garantit l'impact final en terme de collecte financière auprès des épargnants particuliers. Néanmoins si les pratiques peuvent être freinées sur le terrain par des éléments liés à la rationalité financière des offreurs, la réticence des sociétés de gestion prend aussi sa source dans certaines des représentations portées par les professionnels de la gestion d'actifs sur les modalités de l'adhésion de leurs différents clients à la thématique de l'investissement socialement responsable.

## **2) Des clients aux aspirations difficiles à combler : le léger malaise des sociétés de gestion**

Sabine et Louis, les deux analystes ISR buy side, avec lesquels nous avons mené des entretiens approfondis, se distinguent par l'expression d'une opinion plutôt mitigée sur les voies choisies par les offreurs ISR pour commercialiser leur offre auprès des micro-clients épargnants particuliers comme auprès des macro-clients investisseurs. Pour Louis, les offreurs opérant sur le marché français ne se soucient guère de diagnostiquer avec précision les aspirations extra-financières potentielles des épargnants particuliers. Quant à Sabine, elle exprime le sentiment que malgré leur effort vis-à-vis de la clientèle des investisseurs institutionnels, les offreurs ISR peinent à convaincre ces derniers de la réelle pertinence des approches développées.

Ce positionnement plutôt critique est-il proche de celui que l'on peut percevoir chez d'autres professionnels de la gestion d'actifs ISR ? C'est ce que nous allons tenter de mettre en lumière ici en nous concentrant successivement sur les trois figures de clients auquel s'adressent les professionnels de la gestion d'actifs : les micro-clients épargnants particuliers, les meso-clients, représentants des intérêts des salariés, et les macro-clients investisseurs institutionnels.

#### a) Les épargnants particuliers : le casse tête de l'hétérogénéité des aspirations

La clientèle des épargnants particuliers est considérée par certains acteurs observés, comme trop complexe à satisfaire en matière d'offre ISR en raison de l'extrême diversité des aspirations de chaque client sur les thématiques éthiques, sociales et environnementales. Pour d'autres, il existe surtout un décalage entre la subtilité de l'approche de filtrage positif développée par les sociétés de gestion et les capacités d'appréhension d'une partie des épargnants particuliers.

Pour certains offreurs ISR, chaque micro-client épargnant particulier aurait sa propre vision de l'éthique, du développement durable ou encore de la responsabilité sociale de l'entreprise. Certains, en raison de leurs représentations politiques et économiques, s'insurgeront automatiquement sur la présence d'entreprises multinationales dans les portefeuilles socialement responsables ou pourraient avoir des réticences à faire le lien entre un placement financier lucratif et l'étiquette éthique ou citoyenne qu'ils collent plus facilement à l'acte du don caritatif ou du bénévolat. D'autres épargnants au contraire auront des exigences très minimales sur ces thématiques.

De plus, former les conseillers clientèles à la vente d'une offre ISR, qui requiert à la fois de se positionner sur un argumentaire financier et un argumentaire sociétal, serait un exercice périlleux. Les conseillers clientèles peuvent en effet avoir leurs propres conceptions sur ces thématiques sociales, environnementales et éthiques. Elles pourraient avoir un impact non négligeable sur l'effort fourni par chacun pour vendre l'offre ISR. Par conséquent, mettre en place une offre nécessairement standardisée à destination de cette clientèle ne serait pas une voie très prometteuse. Les macro-clients investisseurs institutionnels sont donc la cible idéale d'une société de gestion pour ce type de produit car celle-ci pourra véritablement lui créer une offre sur mesure répondant à la fois à ses exigences financières et extra financières.

Un autre registre d'argumentation employé pour décrire la relation qui lie indirectement la société de gestion aux épargnants particuliers est l'incompréhension. La pratique du filtrage mis en place par les sociétés de gestion serait trop subtile et nuancée pour être bien saisie par les épargnants particuliers. Même les plus intéressés ne maîtriseraient pas assez précisément les différences conceptuelles entre l'éthique et le développement durable, ou encore l'exclusion et l'inclusion des « meilleurs de la classe ».

Par exemple, le rejet de l'exclusion par les sociétés de gestion peut être interprété, par certains de ces clients engagés, comme un aveu d'un certain laxisme de l'approche ISR alors que pour de nombreux acteurs professionnels, ce choix est considéré comme un fondement quasi philosophique de leur approche du développement durable. Par ailleurs, les faibles connaissances de ces clients, en matière de gestion des entreprises et de la gestion d'actifs, amèneraient même les plus sensibilisés à exiger à la fois de la performance financière et un haut respect des exigences extra-financières sans réelle conscience des arbitrages que doivent faire les sociétés de gestion pour atteindre un compromis satisfaisant sur les deux dimensions.

Il serait finalement trop complexe de pouvoir coordonner dans l'ensemble des agences un effort conséquent d'éducation et de pédagogie, sachant de plus qu'une partie limitée des épargnants particuliers s'intéressent véritablement de manière spontanée à la thématique. Il serait donc plus pertinent de rester discret, quitte à ne pas centrer franchement la vente de l'offre ISR sur sa valeur ajoutée extra-financière.

Une des pratiques représentatives de cette implication des sociétés de gestion dans l'ISR sans politique de communication spécifique auprès des épargnants particuliers, est le choix fait par quelques unes de basculer des gammes entières de fonds traditionnels en gestion socialement responsable. Ici la question de la réaction potentielle des clients particuliers ne paraît à aucun moment représenter un quelconque frein à ce choix. Le postulat semble alors fait que cette transformation tout en renforçant le positionnement de la société de gestion sur l'ISR ne peut que contenter l'ensemble des clients concernés puisque l'ISR est une approche bénéfique. Ne consiste-t-elle pas à proposer des rendements similaires par rapport aux autres placements, tout en se faisant le garant du respect de certaines exigences sociétales ? Quel client particulier pourrait donc sérieusement s'en plaindre ?

L'observation de terrain démontre que l'intuition a du juste. Les épargnants particuliers concernés, catégorie de consommateurs peu organisée au demeurant, n'ont pas fait de sit-in devant le siège de ces groupes bancaires pour remettre en cause une décision que la société de gestion prend de manière unilatérale.

Cette absence de volonté de vendre trop ouvertement l'offre ISR sur sa dimension extra-financière reposerait donc en partie sur le postulat de sa neutralité financière et de son caractère hautement bénéfique sur l'éthique, le social et l'environnement. A quoi bon, dès lors, trop ennuyer les épargnants particuliers, en général peu sensibilisés, avec les détails de l'approche si la société de gestion peut leur assurer un rendement financier égal tout en contribuant de façon positive à la prise en compte d'enjeux extra-financiers sur les marchés

financiers ? Pour de nombreuses sociétés de gestion, il est dès lors plus judicieux de faire acheter leurs produits ISR à leurs clients particuliers sans véritablement leur vendre.

Certains acteurs ne s'alignent pas forcément sur ce positionnement implicite de nombreuses sociétés de gestion commercialisant leur offre ISR sur le marché des particuliers. Partant du constat de l'insatisfaction des clientèles les plus militantes par rapport à des fonds ISR ne pratiquant aucune forme d'exclusion et ne stigmatisant pas des sociétés médiatiquement chahutée comme Total par exemple, ils estiment qu'il est nécessaire de développer un marketing qui s'adresserait plus particulièrement à ces clients. Il faudrait alors durcir par exemple les process de gestion ISR (mise en place d'un filtrage négatif et élévation du niveau des critères positifs de sélection) et mettre en avant plus que la garantie de la performance financière identique à celle d'autres fonds, la qualité de l'engagement pris en matière sociale, éthique et environnementale qui pourrait éventuellement avoir un coût financier. Il s'agit, cependant, de projets de segmentation de l'offre ISR en fonction des contours d'une demande ISR plus militante qui n'ont pas encore pris forme dans les sociétés de gestion pour lesquelles travaillent ces acteurs.

*b) Les meso-clients : des représentants syndicaux dont la cognition distribuée repose sur une connaissance située de l'entreprise*

Les représentants des cellules dédiées ISR, que nous avons pu saisir en train de s'exprimer sur les conditions de commercialisation de leur offre ISR auprès de représentants de salariés d'obédiences syndicales, mettent en avant la donnée suivante. Lorsque ces représentants possèdent un certain intérêt pour la démarche de l'ISR, l'analyste ISR se retrouve facilement, s'il n'y prend garde, en confrontation avec des syndicalistes sur l'appréciation donnée à telle ou telle entreprise. Un représentant syndical qui se targue, par exemple, de bien connaître pour les avoir expérimentées, dans son activité syndicale et professionnelle, les modalités de la gestion des ressources humaines dans le secteur des Télécoms, pourra ne pas accepter et remettre en question les appréciations et les évaluations des analystes ISR. Simultanément le représentant syndical peut avoir une vision très partielle des contraintes financières propres à la gestion d'actifs.

L'attitude adoptée par les analystes ISR buy side rencontrés semble, dès lors, plus se rapprocher d'une stratégie de contournement que de confrontation directe avec les argumentaires déployés par ces représentants syndicaux. Ils tentent de faire un travail de pédagogie et d'éducation afin que ces derniers maîtrisent les grandes orientations de l'analyse

et de la recherche extra-financière telle qu'elle se pratique actuellement. Ils essaient alors d'orienter la réflexion des syndicats, non pas sur des cas directs d'entreprises mais sur la construction de la méthodologie d'évaluation du choix des critères, ou encore sur les grands enjeux sociaux et environnementaux que peuvent connaître les différents secteurs d'activité. Ils tentent ainsi de leur faire adopter les principes de qualification et de jugement qu'ils utilisent pour évaluer les entreprises, ceux-ci étant sensiblement différents de ceux faisant parties des éléments fondateurs de la cognition distribuée des syndicalistes sur les entreprises. Selon les témoignages recueillis, il semble que cette stratégie fonctionne de façon assez relative. La confrontation a donc souvent lieu et n'aboutit pas forcément à un échange constructif entre les deux parties. Il est à noter que certains représentants syndicaux rencontrés par les analystes ISR présentent un intérêt beaucoup plus modéré voir nul pour la dimension extra-financière de l'offre ISR proposée. Comme dans le cas des épargnants particuliers, les analystes ISR buy side ont l'impression de devoir jongler avec plusieurs registres d'argumentation afin de répondre à un éventail élargi d'aspirations et à des degrés très variables de connaissance des métiers de la gestion d'actifs.

### c) Les macro-clients investisseurs institutionnels : une clientèle idéale mais exigeante

L'observation participante démontre que chez les offreurs ISR commercialisant leur offre ISR à plusieurs catégories de clients, les macro-clients investisseurs institutionnels constituent la cible privilégiée. Elle accapare la majorité de leur attention même si les perceptions ne sont pas similaires selon les catégories d'investisseurs institutionnels.

Une catégorie d'investisseurs institutionnels entraîne une certaine forme de résistance chez les responsables de la gestion d'actifs : les groupes religieux et les organisations non gouvernementales. Ces deux groupes se distinguent par des idées très précises sur le respect des dimensions éthiques, sociales et environnementales, respect qui n'est pas soumis dans leur perception à l'atteinte d'une performance financière donnée. Les acteurs des sociétés de gestion qui gèrent un produit financier ISR pour le compte de ce genre de clients se résignent à accepter ces règles du jeu. Leur résistance provient en partie du fait que ces règles sont peu compatibles avec leur propre vision de l'économie et des entreprises et qu'elles compliquent fortement l'accès à une performance financière comparable à celles des fonds traditionnels. L'arbitrage financier se révèle être sous contrainte socialement responsable alors que les sociétés de gestion se font plutôt les apôtres d'un arbitrage socialement responsable sous contrainte financière.

Les clientèles institutionnelles les plus convoitées sont celles qui paraissent les plus proches dans leur mode de fonctionnement des sociétés de gestion d'actifs : les caisses de retraites et de prévoyance et leurs homologues étrangers, les fonds de pension mais aussi les assureurs, les banques, les entreprises et autres structures financières qui placent une partie de leur trésorerie ou de leurs actifs sur des produits financiers. Ces clients présentent un intérêt de taille pour les sociétés, au-delà de la manne financière qu'elles peuvent représenter : les acteurs qui dirigent ou sont au service de ce type de structures sont aussi des professionnels de la gestion d'actifs. Ils ne possèdent certes pas le même positionnement dans le système d'acteurs de la gestion d'actifs -ils représentent les investisseurs finaux alors que les sociétés de gestion d'actifs sont des prestataires de service- mais connaissent les spécificités de ce métier, des marchés financiers et de la gestion économique des entreprises. Ces données n'ont donc pas forcément à être rediscutées et remises en cause dans le cadre de la présentation d'une offre ISR à ces autres professionnels de l'investissement. En raison des contraintes financières propres à cette catégorie d'investisseurs à laquelle est assignée certaines exigences en terme de rentabilité, la soumission du respect des critères socialement responsables à la dimension financière est aussi considérée par les sociétés de gestion comme moins sujette à débat.

Toutefois cette connaissance approfondie de la gestion d'actifs peut entraîner plus facilement, selon certains acteurs de la gestion d'actifs ISR, un positionnement critique des macro-clients investisseurs institutionnels sur les pratiques et les discours déployés sur leur offre ISR par les sociétés de gestion. Certains investisseurs institutionnels peuvent ainsi adosser un scepticisme de principe vis-à-vis de l'ISR en raison de leurs bonnes connaissances des pratiques des acteurs sur les marchés financiers qui ne seraient pas compatibles avec la recherche d'exigences autres que financières. D'autres plus ouverts, peuvent, après avoir été réceptifs à l'effort de pédagogie et de vulgarisation des sociétés de gestion, exprimer une certaine insatisfaction face aux offres ISR proposées. Ils peuvent, alors, si l'on suit les remarques faites par certains acteurs observés, soit se détourner de l'offre ISR proposée ou commencer à réfléchir aux manières de l'infléchir. Ils peuvent alors demander aux équipes de gestion socialement responsable de revoir leur copie avant de souscrire à une offre ISR sur mesure qui devra prendre en compte, de manière précise leurs propres exigences socialement responsables.

Ici, un malaise peut parfois s'exprimer chez les analystes ISR buy side, comme chez Sabine et Louis, malaise face à un certain échec du travail de conviction qu'ils souhaitaient accomplir auprès de cette clientèle. Ils ont l'impression que l'offre ISR, même auprès des

plus importants investisseurs institutionnels, a du mal à prendre telle qu'elle a pu être définie par leurs soins. Ils s'interrogent alors parfois sur la pertinence du marketing qu'ils ont pu développer jusqu'ici seuls ou en s'appuyant sur les ressources humaines et financières déployées par leur société de gestion.

**Répondre de manière très précise et adéquate aux exigences de ces macro-clients institutionnels constitue donc le véritable défi pour les professionnels de la gestion d'actifs ISR en France. En revanche, les micro-clients épargnants particuliers et épargnants particuliers salariés font l'objet de représentations beaucoup plus mitigées en ce qui concerne l'intérêt de déployer un effort de commercialisation spécifique vis-à-vis de cette demande ISR considérée soit comme hypothétique soit comme trop hétérogène voire antagoniste.**

**Les pratiques de commercialisation et de compte-rendu de gestion paraissent, à quelques rares exceptions près, refléter ces représentations. Si certains efforts sont faits pour attirer et fidéliser les investisseurs institutionnels et dans une moindre mesure les représentants des salariés, les épargnants particuliers en restent généralement à l'écart notamment chez les grandes enseignes françaises de la banque commerciale. Si, dès lors, l'offre ISR et la demande d'épargnants particuliers paraissent peu en phase de se rapprocher par les efforts des acteurs de l'offre, cette rencontre, même si elle paraît plus aisée avec la demande institutionnelle, ne paraît pas exempte de difficultés.**

Pour mieux analyser les conditions respectives de cette rencontre entre la demande et l'offre ISR, nous aimerions revenir en seconde et troisième partie sur les spécificités des micro-clients épargnants particuliers et des macro-clients investisseurs institutionnels en débordant pour cela du regard que porte sur eux les professionnels de la gestion d'actifs ISR.

## **II) Les épargnants particuliers : le concept d'invest'acteurs à l'épreuve de l'enquête de terrain**<sup>524</sup>

Si l'observation fine des pratiques des acteurs des sociétés de gestion démontre, qu'en majorité, ils ne paraissent guère pressés de répondre par des actions concrètes de marketing et de commercialisation ciblée à une demande ISR des épargnants particuliers, ils ne nient pas la réalité de cette demande dont les chiffres attestent l'existence. En effet, en 2004, les épargnants particuliers français ou étrangers comptent pour plus de la moitié des encours socialement responsables en gestion collective ISR soit 2,5 milliards d'euros d'actifs<sup>525</sup>. Les investisseurs institutionnels ont, certes, une place plus importante avec plus de 5 milliards d'euros d'actifs, si l'on cumule les sommes gérées en gestion collective et gestion dédiée, mais il est donc impossible d'affirmer que les épargnants particuliers constituent une part négligeable du marché de l'ISR.

Les acteurs de la gestion d'actifs, tout en soulignant la complexité du traitement des aspirations de cette clientèle, ne rejettent donc pas la montée d'une telle demande ISR, voire présentent son émergence comme une tendance sociétale majeure. Certains font alors la promotion d'une demande ISR des épargnants particuliers qui s'incarnerait dans la figure de l'invest'acteur<sup>526</sup>, qui se calque sur l'image plus médiatique encore du consom'acteurs ou autre consommateur citoyen, engagé ou responsable.

Ce consom'acteur choisirait donc d'acheter des produits et des services non plus seulement par rapport à leur matérialité (coût et goût) mais en fonction de la politique qui se cache derrière leur production, et cela en vue d'exercer une action sur cette politique. La consommation devient alors, dans cette vision, une façon alternative d'investir l'arène du politique et le bon citoyen n'est plus seulement celui qui vote, qui s'engage dans une association mais celui qui consomme bien. Par extension, au même titre que les pratiques du boycott, d'éco-certification ou de commerce équitable, l'investissement socialement responsable dans le champ de l'épargne peut être appréhendé comme un outil plus ou moins

---

<sup>524</sup> Giamporcaro-Saunière, S, 2005, « Le concept d'invest'acteurs : un concept séduisant à l'épreuve du terrain », in *Pour une autre consommation, sens et émergence d'une consommation politique*, collection Sciences Humaines, cahier *Consommations et Sociétés*, Harmattan, Paris, p .

<sup>525</sup> Novethic, 2004, « Marché français de l'ISR : enquête sur les encours et les caractéristiques des clientèles institutionnelles », Juin 2004.

<sup>526</sup> Ce terme est repris d'un article écrit par le délégué général parole de l'AFG (Association Française de Gestion) : Bollon, P, 2003, « Vers des invest'acteurs ? », in *Développement durable et gouvernement d'entreprise*, Paris, Edition de l'organisation



institutionnalisé aux mains de consommateurs politiques désireux de faire pression sur les entreprises par leur acte d'investissement.

Nous aimerions ici, par le biais de deux enquêtes réalisées auprès des souscripteurs particuliers d'un produit financier socialement responsable, interroger cette hypothèse de l'émergence d'une catégorie homogène d'invest'acteurs -posant la question d'une citoyenneté passant par l'épargne. Nous verrons à travers les résultats de cette enquête que l'hypothèse, quoique séduisante, de l'émergence d'un groupe d'investisseurs politiques reliés par des pratiques et des représentations similaires, est à manier avec précaution. Précaution que nous retrouvons finalement chez les professionnels de la gestion d'actifs, souvent embarrassés par le défi d'offrir un service de gestion socialement responsable conforme aux attentes éclatées de ces épargnants.

Ces micro-épargnants particuliers ont fait l'objet de deux enquêtes, une qualitative<sup>527</sup> et une quantitative. La première, que j'ai menée au printemps 2001, a concerné une vingtaine de personnes interviewées en face à face alors que la seconde, réalisée pendant l'été 2001, a concerné 200 personnes qui ont répondu à un questionnaire administré par voie téléphonique<sup>528</sup>. Ces deux enquêtes, élaborées en partenariat avec une grande société de gestion française, filiale d'une grande banque de réseau, avaient comme objectif de découvrir les profils et les motivations des individus qui avaient souscrit au produit financier socialement responsable<sup>529</sup> lancé par ce groupe bancaire. Pouvait-on vraiment parler de façon homogène d'une population d'invest'acteurs ou plus largement de consom'acteurs ? Pour donner un éclairage pertinent à cette interrogation, nous aimerions revenir sur trois points explorés lors des deux enquêtes : l'itinéraire de décision, la connaissance de l'ISR et la confiance portée dans l'opérateur financier, et le sens donné à l'acte d'investissement socialement responsable.

---

<sup>527</sup> Les résultats complets de l'enquête qualitative peuvent être consultés dans : Giamporcaro Stéphanie, 2001, *L'encastrement des enjeux sociétaux dans l'économie : le cas de l'ISR*, Mémoire de maîtrise, Université René Descartes, Paris 5. Voir en Annexe le tableau récapitulatif de l'enquête.

<sup>528</sup> L'enquête qualitative, fondée sur la passation d'entretiens en face-à-face, s'est déroulée sur la ville de Paris auprès de 8 hommes et de 13 femmes âgés de 30 à 77 ans. L'enquête par questionnaire, qui a suivi, a été réalisée par voie téléphonique. Elle a essentiellement touché des clients de la banque partenaire du projet de la Région Nord, d'Orléans et de la Côte d'Azur. 500 personnes ont été jointes par téléphone et sur ce nombre 200 personnes ont accepté de répondre au questionnaire. Elle a touché de manière égale les hommes et les femmes. En ce qui concerne les classes d'âges, les 20-40 ans sont sous représentés avec 20% de l'échantillon total alors que les 60 et plus et les 40-60 ans représentent respectivement 40% de l'échantillon total. Quant à la répartition par CSP, les catégories les plus représentées sont les retraités (40%), les cadres et profession intellectuelles supérieures (18%) et les professions intermédiaires (13%). Le corpus rassemblé pendant l'étude qualitative a fait l'objet d'une analyse thématique alors que les questionnaires ont été traités avec le logiciel de traitement de données SDT.

<sup>529</sup> Pour clause de confidentialité, nous préférons ici faire le choix de ne pas nommer ce réseau bancaire ni ce placement financier vendu sous forme de SICAV.

## **1) Itinéraire de décision : une forte méconnaissance de l'aspect extra-financier**

Dans l'enquête qualitative, l'analyse de l'itinéraire de décision nous a permis de distinguer deux groupes de souscripteurs : les souscripteurs non conscients et les souscripteurs conscients de l'aspect socialement responsable de leur placement. Les premiers acquièrent ce placement pour des motifs strictement financiers et dans la méconnaissance de sa dimension extra-financière. Le groupe des souscripteurs conscients, lui, se divise en deux sous-groupes : les souscripteurs ayant choisi ce placement essentiellement en raison de sa dimension socialement responsable et les souscripteurs l'ayant essentiellement choisi pour des raisons financières. Ces derniers adoptent une stratégie de diversification de leurs placements en choisissant de mettre une petite part d'argent sur la SICAV socialement responsable et le reste sur d'autres produits financiers. Les plus sensibles à la dimension ISR adoptent, eux, une stratégie consistant à placer la part la plus grande possible de leur épargne sur la SICAV socialement responsable tout en devant prendre en compte les conseils de diversification financière prodigués par leur conseiller clientèle.

Il est à noter que le groupe des souscripteurs conscients désireux d'acheter ce produit pour sa dimension extra-financière a souvent mis en avant, lors des entretiens, le fait que leur interlocuteur financier ignorait tout de cette caractéristique. Pour Samuel, la méconnaissance a même fait place à la dissuasion. Venu expressément pour le caractère éthique du produit, il voit son conseiller clientèle remettre en question cette dimension qui lui paraît douteuse au regard des entreprises composant le portefeuille d'actions de la SICAV. Il est intéressant de souligner ici le rôle pivot que peuvent jouer les opinions positives ou négatives des conseillers clientèles concernant la dimension extra-financière de l'offre proposée.

L'enquête par questionnaire a permis de quantifier les occurrences révélées par l'enquête qualitative de manière relativement surprenante. En effet, 61% des souscripteurs interrogés par questionnaire ont déclaré ne pas être au courant de sa dimension extra-financière ce qui renforce l'hypothèse esquissée plus haut sur le fait que l'offre ISR est peut-être achetée par des épargnants particuliers mais sans leur être vendue sur ses caractéristiques socialement responsables.

Sur les 39% restant, conscients, eux, de l'aspect socialement responsable, 55% déclarent que l'aspect extra-financier a joué un poids relatif dans leur décision d'achat, 23%, un poids décisif et 22% un poids nul. Les variables classiques (âges, catégories socioprofessionnelles et sexes) ne jouent pas de façon significative sur la connaissance de

l'aspect socialement responsable. En revanche, chez les détenteurs conscients, la classe d'âge des 40-60 ans déclare plus souvent que les 20-40 et les 60-80 ans, que l'aspect extra-financier a joué un poids décisif.

Nous sommes donc loin, d'après ces premiers résultats, de l'image d'une population homogène d'investisseurs, puisque finalement 60% de la population concernée par l'enquête quantitative n'est absolument pas consciente de l'aspect socialement responsable de son placement et les 40% restant présentent des motivations très divergentes quant au poids de la dimension extra-financière sur leur décision d'achat. L'hétérogénéité forte des niveaux de connaissance, de sensibilité et d'aspirations des épargnants particuliers français suggérés par les pratiques et les représentations de certaines sociétés de gestion semble donc s'ancrer dans une réalité de terrain.

## **2) Calmer l'angoisse éthique par la recherche active d'information et de connaissance : une posture inégalement partagée par les détenteurs conscients**

Le concept d'angoisse éthique emprunté à Anne Salmon<sup>530</sup>, désigne l'idée qu'aujourd'hui l'individu, producteur, consommateur, actionnaire est saisi d'un malaise diffus, d'un sentiment que le monde est vide de sens. Ce malaise naîtrait de la prise de conscience par l'individu que son activité de consommation, de production ou d'investissement produit des richesses tout en générant de l'exclusion sociale. Dès lors, faire le choix d'investir dans une SICAV socialement responsable serait une tentative de redonner du sens, une tentative de réinterroger la signification pour l'homme des progrès accomplis au nom de la rationalité instrumentale et économique, mais pourrait aussi être, à contrario, une façon de fuir ces questions en confiant à une éthique instrumentalisée par des professionnels de la Finance, le soin de calmer cette angoisse

Dans l'enquête qualitative et quantitative, cette interrogation ne concerne pas les 61% des détenteurs non conscients de la dimension extra-financière du fonds ISR mais bien la part des 39% de détenteurs conscients. Pour évaluer si ces enquêtés ont procédé et procèdent à une recherche du sens, nous nous sommes attachés dans l'enquête qualitative à saisir leurs connaissances sur les modalités de l'évaluation extra-financière et sur des concepts comme le

---

<sup>530</sup> Salmon, Anne, (2000), *L'offre éthique, une production de l'ordre économique*, Thèse pour le doctorat de sociologie, Université Paris IX Dauphine, pp276-279.

développement durable ou l'activisme actionnarial. L'hypothèse est faite ici qu'essayer de connaître et de comprendre les tenants et les aboutissants de l'investissement socialement responsable procède d'une recherche du sens à attribuer à cet acte. Simultanément, nous verrons en quoi les modalités de cette quête de sens peuvent influencer l'état de la confiance donnée aux acteurs de la gestion socialement responsable qui prennent, pour ces épargnants particuliers, le visage d'une banque commerciale.

Plus de la moitié des enquêtés conscients présentent à la fois une méconnaissance forte du champ de l'ISR et un haut degré de confiance envers leur banque. Ils ont prêté une oreille distraite aux explications du conseiller, ne lisent pas la brochure d'information ISR dédiée, n'ont pas lu ou ont distraitement survolé les articles concernant cette question. Par conséquent, ils ont une idée très confuse des modalités de l'évaluation sociale et environnementale. De plus, en général, ils n'ont aucune notion de ce que peut être le développement durable ou l'activisme actionnarial.

Or cette méconnaissance cohabite avec une confiance relativement forte dans le caractère éthique de leur placement financier. Ainsi la plupart avouent avoir trouvé l'idée plaisante sans s'être préoccupée d'aller plus loin.

« Je ne sais pas vraiment, je ne me suis jamais posé cette question, je leur fais confiance mais en fait, je sais pas très bien qui choisit. Est-ce que c'est la société dont vous m'avez parlé, est ce que c'est le gestionnaire, j'avoue que je ne sais pas trop. » (Claude, 50 ans, Inactive)

Dans ce groupe, le fait que le portefeuille de la SICAV soit composé de valeurs de grandes entreprises multinationales n'entraîne aucune critique de la part des enquêtés. Il leur apparaît logique que pour faire du profit, la SICAV soit investie en valeurs de grosses sociétés. Même si certaines n'apparaissent pas du tout à leur place dans une SICAV socialement responsable, il serait hypocrite de brandir les boucliers de l'indignation car il est connu de tous que pour faire de bonnes performances financières, l'investissement dans ce type de valeurs est inévitable.

« Il y a V, ils ont plutôt la réputation d'être corrompus. Oui, on peut dire que O pratique des tests sur les animaux. Mais bon il faut bien voir qu'on fait partie d'une économie mondiale, il faut être dynamique. En fait c'est un peu logique qu'on retrouve ces grosses sociétés multinationales dans une SICAV. Il y aurait quand même quelque chose de pervers d'investir de l'argent dans des sociétés qui ne feraient pas d'argent. Si on n'est pas content, on met son argent sur un livret A et ça va dans le logement social. On ne peut pas avoir le beurre et l'argent du beurre, il faut quand même un minimum de cynisme. Voyons si je regarde encore la liste. Oui, il y a L, ça c'est le luxe et compagnie, c'est vrai que l'on ne sait pas s'ils n'ont pas des sous-traitants qui font travailler les enfants. C, il y a eu ces histoires de viol de mannequins. Non mais c'est comme je vous dis, il faut avoir un part de cynisme, aussi non ce n'est pas possible. De toute manière ces entreprises, elles font quand même partie de la base de données dont vous m'avez parlée. Une entreprise blanche comme neige, ce n'est pas possible, elles sont là pour faire

de l'argent, il faut donc avoir un certain seuil de tolérance et c'est normal que cela soit des grosses entreprises. » (Stéphanie, 33 ans, Chargée de communication)

A côté de ce premier groupe, émerge un ensemble plus restreint d'enquêtés qui semblent partager une connaissance globale du fonctionnement de l'évaluation sociale et environnementale. Cette somme plus ou moins élevée de connaissances leur permet d'émettre des jugements plus ou moins critiques. Ils expriment leur difficulté à lier éthique et performance financière ainsi que la conscience de leur impuissance à vérifier que leurs exigences éthiques sont respectées. Ils dissipent le plus souvent leurs doutes potentiels en plaçant une confiance totale dans leur banque.

Cette confiance forte dans l'opérateur financier peut toutefois être fragilisée par la connaissance des titres qui composent la SICAV. Olivier, à l'instar de Marie-Françoise, avoue avoir été au départ surpris par certains noms de sociétés qui lui paraissaient loin de respecter l'éthique. Quant à Samuel, il a du mal à comprendre comment il est possible que l'on retrouve dans un fonds socialement responsable, les mêmes valeurs que dans un fonds classique :

« J'avais fait la comparaison avec les autres SICAV et ce qui m'a frappé c'est qu'on retrouve les mêmes entreprises sauf que les moins éthiques, elles sont moins représentées, or c'est elles qui rapportent le plus d'argent et ça c'est normal. Il y a ces trois là et puis X, alors là ça me fait mal qu'elle soit dedans. C'est quand même sensiblement les même, c'est ça qui reste le plus frappant. » (Samuel, 35 ans, Etudiant et Musicien)

Un dernier groupe se distingue par une connaissance plus forte du fonctionnement de l'évaluation sociale et environnementale ainsi que du concept de développement durable et accessoirement de celui d'activisme actionnarial. Cependant, cette connaissance n'est pas le fruit de la même démarche. En effet, pour deux des enquêtés, il s'agit d'une démarche passive puisque c'est leur activité professionnelle qui leur apporte une connaissance forte sur la question sans qu'elles aient adopté une démarche volontaire de recueil d'information. Alors que pour Hadrien et Jean-Luc, l'acquisition de la connaissance est le fruit d'une démarche volontaire et personnelle.

Or cet aspect de passivité et d'activité semble avoir à jouer un rôle dans le jugement porté sur la SICAV socialement responsable. Virginie reste très neutre. Elle, qui connaît parfaitement le type de sociétés dont les titres figurent dans le fonds, ne trouve pas leur présence déplacée et n'est en attente d'aucune information particulière du fait de la modestie de ses exigences:

« J'ai tendance à trouver ça suffisant (les informations de la brochure). A vrai dire je ne suis pas rentrée dans tous les détails et je n'en ai pas des souvenirs hyper précis. Je n'ai pas été loin dans le

raisonnement. Il y a un genre de notation. En fait j'ai tendance à faire confiance. Comme concept, c'est dur à tenir, c'est pas évident, il y a quand même l'aspect rentabilité à prendre en compte. Ce n'est pas toujours facile de gérer les deux. L'idée que j'en avais, c'est qu'il y avait beaucoup de grosses structures du CAC 40. » (Virginie, 30 ans, Chargée de projet)

Marianne, reste, elle aussi, assez confiante et modérée. Cependant, elle va un peu plus loin que Virginie en revenant sur l'amélioration de la « transparence » de l'information extra-financière :

« Moi le truc pour être convaincue, j'aurais besoin de détails, je trouverais ça dommage s'ils nous donnaient les notes attribuées aux entreprises sans nous donner d'explication de ces notes. Il faut quand même savoir ce que ça recouvre, je ne leur demande pas de tout débiller mais au moins des notes détaillées pour chaque entreprises selon les types de critères. » (Marianne, 48 ans, Consultante en management)

Hadrien et Jean-Luc reprennent ce type de demande mais en se montrant plus critiques et en exprimant une certaine insatisfaction. En effet, ces deux enquêtés ont tenté d'obtenir des informations sur les modalités de l'évaluation extra-financière et ont vu leur quête de sens échouer. Hadrien a essayé d'accéder à la base de donnée d'ARESE mais il s'est très vite rendu compte que les informations y étaient payantes. Quant à Jean-Luc, il a tenté par le biais de son banquier de se mettre en contact avec les principaux responsables de la SICAV mais affirme qu'ils n'en savaient apparemment pas plus que lui.

Un des points cruciaux d'insatisfaction est la rétention forte de l'information sur les modalités d'évaluation extra-financière qui empêche de procéder à des comparaisons et de se forger sa propre opinion. La non gratuité des informations émises par ARESE, qui est à l'époque la principale source de données des opérateurs financiers, est pointée du doigt :

« Si on regarde les sociétés qui font partie du portefeuille. Bon il y a A, et bien on peut se demander pourquoi cette société et pas une autre. Les informations sont très quantitatives, il y a des chiffres mais pas de matière. Pour un fond éthique c'est pas convaincant, moi je me demande pourquoi telle entreprise a été choisie et pas une autre, pourquoi ARESE donne telle note à telle entreprise. Là il y a seulement une note éthique globale, bon c'est bien joli mais c'est juste par rapport à la note éthique globale du SBF, il pourrait aussi y avoir une comparaison avec les autres SICAV de la banque pour voir si elle est vraiment aussi éthique que ça. On peut se demander si FT est vraiment une entreprise éthique. Quant à A franchement j'en doute et O ça c'est tout ce qui est luxe mode et compagnie, on ne peut pas dire que cela soit vraiment des produits de première nécessité. C c'est pareil, je ne suis pas vraiment convaincu. G non plus. L, j'ai travaillé pour eux, c'est aussi une entreprise du luxe. Et S quand on connaît leur position par rapport aux médicaments génériques, on peut vraiment se poser des questions. C'est bien de dire qu'on a une note éthique globale qui est bonne, c'est vraiment bien mais quand on commence à rentrer dans les détails. Je vois aussi qu'il y a pas mal de sociétés pétrolières qui sont quand même les principaux pollueurs... Je ne dis pas que c'est pas mieux que les autres SICAV mais je serai quand même curieux de connaître la note éthique des autres SICAV de ma banque, s'il faut c'est pareil. Ca serait à refaire, je me renseignerais davantage. » (Hadrien, 61 ans, Informaticien)

L'enquête par questionnaire permet de donner des éléments de mesure quantitative de cette recherche d'information et de confiance dans les pratiques de l'opérateur bancaire chez les souscripteurs conscients de l'aspect extra-financier de leur placement.

Les jugements portés sur la composition du portefeuille sont aussi assez différenciés. Une courte majorité (38%) des souscripteurs interviewés affirme ne pas voir de lien direct entre la taille d'une entreprise et son caractère socialement responsable. Par conséquent, le fait de voir figurer des noms comme Danone ou Vivendi ne les inquiète ou les choque en aucune manière. En revanche, un nombre quasi égal de détenteurs se déclarent inquiets devant la présence de multinationales sur lesquelles ils ne voient pas vraiment comment on peut exercer un véritable contrôle extra-financier, tant leur puissance est importante et démesurée. Le reste de l'échantillon, si l'on excepte ceux qui refusent de se prononcer, privilégie des positions plus radicales mais toujours contradictoires. Un peu moins de 20% de l'échantillon déclare qu'il est normal d'intégrer des sociétés qui n'ont pas la réputation d'être éthiques si on veut obtenir une bonne rentabilité alors qu'une part minimale (moins de 5%) s'insurge contre la présence de multinationales dans le portefeuille, cette présence étant qualifiée d'anormale. Ici c'est essentiellement la vision qu'ont les détenteurs des entreprises et de l'économie qui semble influencer leurs réponses. Les détenteurs pessimistes sur l'évolution économique sont inquiets devant la présence de multinationales alors que ceux qui adoptent un certain optimisme par rapport au futur économique ne diabolisent pas les multinationales en n'établissant aucun rapport entre taille et caractère socialement responsable.

Sur les 39% de détenteurs conscients, un peu moins des deux tiers (62%) aurait plutôt tendance à croire au caractère socialement responsable du fonds mais aimeraient des preuves supplémentaires pour en être totalement convaincus. Sur les 38% restant, un peu plus de 20% des détenteurs se déclarent complètement persuadés du caractère socialement responsable du placement alors qu'environ 10% à l'inverse expriment leur scepticisme envers un placement financier qui n'aurait de socialement responsable que le nom.

Si l'on s'intéresse à la part, minoritaire, des détenteurs conscients, il est possible de faire le constat de degrés de connaissances très variables sur l'investissement socialement responsable. Le degré de confiance envers l'opérateur bancaire est aussi très variable d'un souscripteur à un autre. Il semble être lié en partie au degré de connaissance du champ de l'ISR et de la perception de la donne économique. Toutefois émerge de façon générale une forme diffuse de scepticisme face à la capacité de l'offre ISR proposée à répondre à la quête de sens éthique de certains souscripteurs. Il est intéressant de voir ici comment ce sentiment

plus ou moins fort de scepticisme, vis-à-vis de l'offre mise en place par l'opérateur bancaire, est à relier avec les motivations qui amènent ces souscripteurs conscients à placer une partie de leur épargne sur ce produit financier.

### **3) Le sens donné à l'acte d'investissement socialement responsable : une forte disparité des représentations**

Dans l'enquête qualitative, trois thèmes se révèlent particulièrement pertinents pour mieux saisir ce sens : l'arbitrage entre la performance financière et l'attente éthique, l'identification de cet acte d'investissement financier à un acte citoyen et la confiance dans l'influence de ce type de placement sur le comportement des entreprises.

Pour certains souscripteurs, cette SICAV reste un placement financier comme un autre. Par conséquent, ils expriment l'idée que si la performance financière n'est pas au rendez-vous, ils n'auront aucun scrupule à se retirer :

« En fait pour moi ça tient plus du business que vraiment d'une volonté éthique. Moi-même je l'ai pris mais si ça ne rapporte rien, je laisserai tomber, il faut quand même qu'elle se maintienne un petit peu parce que le but c'est de faire fructifier l'argent, ce n'est pas de le jeter par les fenêtres. » (Claude, 50 ans, Retraitée)

Parallèlement, il est possible de saisir un autre groupe, prêt à essayer de faire cohabiter performance financière raisonnable et exigence éthique. Ces enquêtés ne remettent pas en question le fait que l'acte d'investir reste un acte d'homo oeconomicus mais suggèrent l'idée que celui-ci peut évoluer et prendre en compte d'autres variables que la maximisation du profit en contribuant ainsi par cet acte à la réforme progressive du système économique actuel :

« Pour ce qui concerne le rendement, j'en attends la rémunération d'un livret A, voilà que chaque année les dividendes augmentent un peu, qu'il y ait une prise d'ampleur, une augmentation. Si ça fait un petit plus que le livret A, je serais contente. Oui, l'idée c'est de pas trop perdre, voire de gagner un petit peu mais attention pas au détriment de quelqu'un. Si l'entreprise en profite, je ne vois pas pourquoi je n'en profiterai pas mais je ne veux pas en profiter plus que les salariés. Pour moi, c'est un tout équilibré entre patrons, salariés et actionnaires. » (Marie-Françoise, 45 ans, Pharmacienne)

Par ailleurs, un autre groupe restreint, mérite une analyse un peu particulière. Ces enquêtés ont la particularité d'avoir une image négative de l'industrie de la finance. L'investissement socialement responsable ne correspond pas tant pour eux à une action positive qui contribue à la construction d'une économie plus respectueuse mais à un moindre mal par rapport à un acte d'investissement classique. Dominique, militante d'ATTAC, illustre



parfaitement cette tension. Bien qu'engagée dans l'action associative et dans une quête de citoyenneté, elle n'identifie pas du tout son placement financier à cette quête :

« Si elle ne donne pas trop, ça m'est égal, je veux dire que... En fait c'est de l'argent dont j'ai hérité de mes parents et je n'ai pas envie de le gaspiller par respect pour eux. Mais à vrai dire, je n'ai pas trop d'intérêt sur la question. J'ai un tout petit portefeuille et j'essaie de le maintenir mais j'avoue que j'ai parfois pensé à tout arrêter à cause d'ATTAC et de tous les trucs que j'ai entendus sur la spéculation boursière, les fonds de pension. Si je n'ai pas arrêté, c'est parce que je voulais m'acheter une voiture neuve mais bon maintenant que j'ai décidé d'en acheter une d'occasion, ça vaut plus trop la peine. Si vous voulez, ce n'est pas vraiment de gâité de cœur que j'investis de l'argent en action, la SICAV éthique, c'était juste un moyen pour que cela soit moins affreux et problématique pour ma conscience. » (Dominique, Retraitée, 68 ans)

La description ne serait pas complète sans l'évocation d'un quatrième groupe qui déclare placer l'éthique au premier plan et la performance financière au second :

« O : Comme je vous disais, on avait lu ces articles et notre motivation première, c'est l'aspect éthique, bon c'est bien que ça ait une rentabilité que cela ne soit pas placé à fond perdu mais la rentabilité financière arrive en seconde position, c'est plus dans l'idée de faire un placement intelligent et conscient sur lequel on a un certain contrôle. » (Olivier et Ling, 38 et 37 ans, Enseignant et Ingénieur)

L'enquête par questionnaire a permis de quantifier ces tendances saisies de manière qualitative dans les entretiens. Les détenteurs conscients de l'aspect socialement responsable (soit 40% de l'échantillon total) se prononcent en majorité (à 60%) pour la cohabitation harmonieuse de l'éthique et de la performance alors que 30% placent la performance avant l'éthique et 10% le respect de l'éthique avant celle de la performance.

Sur la question de la citoyenneté, si on trouve des personnes pour qui l'acte est pensé sans problème comme citoyen :

« O : Oui, dans le sens où ça peut encourager le développement de ce type de produit, faire un peu boule de neige et entraîner des gens qui ne sont pas du tout sensibles à la question.  
L : C'est un signal que l'on donne aux entreprises afin d'amener les entreprises à réfléchir sur leur politique salariale et sur les conséquences de leurs produits sur l'environnement. Donc c'est très citoyen. » (Olivier et Ling, 38 et 37 ans, Enseignant et Ingénieur)

Dans de nombreux autres cas, bien des bémols sont apportés. Jonas, par exemple, rattache étroitement l'idée de citoyenneté à la sphère traditionnelle du politique :

« Non. Un acte citoyen, ça ne peut pas être d'investir de manière financière. Aller voter, c'est un acte citoyen. L'acte citoyen, il se réfère à des notions tel que la République ou la Nation française. Oh! Là quand je dis ça on dirait un vieux réac... Non sérieusement, un acte citoyen ne peut pas être un acte d'entreprise. Investir de l'argent c'est un acte personnel, pour vous assurer des jours meilleurs. » (Jonas, 30 ans, Informaticien)

Pour Paul, Samuel et Cédric, un réel engagement citoyen ne peut être identifié au fait de placer son argent dans une SICAV investie en valeurs boursières. Faire un investissement

citoyen serait plutôt financer directement et sans espoir de rémunération une entreprise qui aurait un rapport direct avec des préoccupations sociales et environnementales. La question de la gratuité de l'acte d'investissement surgit alors.

Finalement, certains enquêtés relient directement la dimension potentiellement citoyenne de l'acte d'investissement éthique à sa capacité d'agir concrètement sur le comportement des entreprises. Or, comme cet impact leur semble loin d'être assuré, ils refusent dès lors d'y voir un acte citoyen.

« Non, je l'ai prise [la SICAV] parce qu'elle était éthique mais le problème c'est que j'en doute un peu. Non, je ne peux pas dire ça parce que d'un acte citoyen on n'attend pas de bénéfices. Ça pourrait être un acte citoyen, si on pouvait faire pression mais pour le moment on n'en est pas du tout là. » (Marie-Françoise, 45 ans, Pharmacienne)

La question de l'influence réelle de leur action individuelle d'épargnant sur le comportement des entreprises paraît être un indicateur fort pour les souscripteurs accordant une importance relative ou forte à cette dimension extra financière. Si certains croient en cette influence en se fondant, notamment comme Marianne, sur leurs convictions personnelles concernant la croissance inéluctable de la sensibilité sociale et environnementale des consommateurs, d'autres, comme Marie-Françoise, sont assaillis par les doutes qui rejaillissent sur la confiance portée dans l'opérateur bancaire.

Comment, en effet, être sûr de la réelle authenticité de la démarche d'un opérateur bancaire quand on constate que certaines entreprises ayant fait l'objet d'une forte médiatisation négative (Total, Danone) font partie du portefeuille de la SICAV ? Dès lors, certains envisagent plus ou moins de retirer leur argent de ce placement qui a déçu leurs attentes. Les autres essaient d'envisager des dispositifs permettant de renforcer leur croyance dans l'efficacité politique de leur action. Marie-Françoise souhaite par exemple, qu'à chaque parution de la lettre d'information, figure « un survol éthique » d'une entreprise dont les valeurs sont présentes dans la SICAV :

« J'aimerais avoir plus de renseignement sur les entreprises. Je ne demande pas un truc exhaustif à chaque fois mais disons qu'à chaque lettre, j'aimerais bien un survol d'une entreprise pour qu'on soit bien sûr qu'elle soit éthique. Parce que des fois on voit des trucs dans les reportages télévisés. La dernière fois, on regardait *Capital* et il y avait des chinois qui étaient payés ridiculement bas. Alors bon c'est vrai quand on voit les noms des entreprises, on se demande, je sais pas mais X par exemple... J'aimerais être sûre. C'est un survol trop global, il faudrait une analyse plus poussée. » (Marie-Françoise, 45 ans, Pharmacienne)

Olivier et Ling, eux, voudraient des détails précis sur la construction des critères qui permettent d'évaluer qu'une entreprise est plus socialement responsable qu'une autre :

« Quand T est sorti, bon d'accord c'était un peu obligatoire mais c'était un peu facile aussi. On a sorti les méchants, les vilains qui avaient pourri la Bretagne, c'était un peu trop évident. J'aimerais avoir des

informations sur les signes qui permettent de mesurer les critères éthiques parce que pour le moment rien ne nous prouve clairement que c'est vraiment éthique. Il faudrait au moins que les critères de choix du comité soit clairs, ou sinon c'est la porte aux ragots, aux critiques non fondées. Il y a un manque de transparence, par exemple R pour moi, c'est vraiment limite. Bon en plus ce qui est intéressant, c'est que les entreprises soient mises au courant des choix du comité. » (Olivier et Ling, 38 et 37 ans, Enseignant et Ingénieur)

Ces pistes d'amélioration portent, donc, essentiellement, sur l'amélioration de la confiance envers l'opérateur bancaire qui devrait être à même d'expliquer, par le biais d'indicateurs précis à ses clients en quoi les entreprises, dont les actions sont privilégiées, se distinguent sur le respect de l'éthique, du social et de l'environnement.

L'enquête quantitative donne aussi un éclairage intéressant sur l'ensemble de ces points. A la question de savoir si on peut assimiler cet acte d'investissement à améliorer le futur par un acte de citoyen engagé, à faire un placement comme un autre ou à faire une bonne action, la majorité, 61%, des souscripteurs conscients de la dimension socialement responsable se prononce pour l'acte citoyen, 26% y voient un placement comme un autre alors que 13% l'assimilent au fait de réaliser une bonne action.

En ce qui concerne la question de l'influence positive de ce type de placement sur le comportement des entreprise, 55% sont plutôt pessimistes ou très pessimistes en postulant respectivement à 26% et à 29% que cette influence est impossible ou peu probable. Les 45% restant déclarent que cette influence est possible à la condition qu'un nombre plus important d'investisseurs fasse ce choix.

Quant aux voies d'amélioration de la qualité des informations socialement responsables délivrée dans la lettre dédiée ISR de cette société de gestion, la proposition qui recueille la plus grande adhésion des détenteurs conscients (50%) est celle de donner plus d'informations sur les critères extra-financiers qui permettent de mesurer concrètement le caractère socialement responsable des entreprises. En second lieu, c'est l'idée de trouver dans la lettre des exemples de comportements socialement responsable concrets des sociétés dont les valeurs sont détenues dans la SICAV qui séduit 23% de ces détenteurs conscients. Ils se prononcent ensuite à 15% pour l'idée d'avoir des informations sur les différentes initiatives dans le champ de l'ISR, alors que l'idée d'interviewer des dirigeants des entreprises dont les valeurs sont présentes dans le portefeuille du fonds en séduit 12%.

Partant, une majorité exprime une volonté de voir l'opérateur bancaire être plus précis sur la manière dont les dimensions extra-financières sont prises en compte dans le choix de valeurs. Il existe dès lors pour une part de ces épargnants particuliers, notamment parmi les

plus engagés et sensibles, des attentes réelles en terme de compte rendu de gestion extra-financier que les sociétés de gestion n'ont guère comblées en général jusqu'ici.

Dès lors, les souscripteurs en viennent finalement à formuler deux interrogations implicites. L'une est de savoir si c'est véritablement le rôle de l'épargne et de l'épargnant d'exercer une pression politique sur les acteurs économiques. L'autre consiste à s'interroger sur l'efficacité politique réelle de cette pression que chaque épargnant délègue in fine à l'opérateur bancaire.

Nous entrons ici en plein cœur des difficultés de ce que certains auteurs conceptualisent sous le terme d'action collective individualisée<sup>531</sup>. En effet, le consumérisme politique, défini comme la réunion d'intérêt privés (ou individuels) et publics (ou collectifs) dans le geste quotidien que constitue l'achat ou ici, moins quotidien, du placement financier, s'exprimerait non plus par le mode de l'action collective mais par celui de l'action collective individualisée. En effet, chaque consommateur par son action individuelle (acte d'achat, acte d'investissement, boycott, buycott), hors d'un groupe concret de mobilisation (syndicats, partis politiques, associations), participerait d'une action individualisée mais à visée de pression collective. Or l'enquête de terrain permet de saisir certaines fragilités de ce mode d'action.

En effet, même si certains des souscripteurs particuliers interrogés tentent par leur acte de placement et par la représentation qu'ils en ont de s'inscrire dans ce mode d'action, les interrogations et les doutes surgissent vite. Comment croire à la légitimité et surtout à l'efficacité de ce type de pratique quand les preuves concrètes, offertes par l'opérateur bancaire, de son efficacité restent difficilement saisissables ? Comment croire à cette efficacité quand aucun groupe de pression visible n'émerge de cette action collective individualisée où l'engagement citoyen potentiel est complètement délégué à un opérateur bancaire dont la légitimité reste finalement peu établie sur la défense d'autres valeurs que la satisfaction financière de ces clients ?

Les deux enquêtes permettent à partir du cas précis de l'investissement socialement responsable d'enrichir et de moduler l'hypothèse de l'émergence réelle d'un groupe de consommateurs politiques. L'enquête qualitative permet, en premier lieu, de prendre acte de la grande disparité des pratiques et des représentations au sein d'un même échantillon qui

---

<sup>531</sup> Micheletti, M, 2003, 2003, *Political Virtue and Shopping: Individuals, Consumerism and Collective Action*, Hardcover, Palgrave Macmillan.

théoriquement pourrait être identifié comme un ensemble homogène. L'enquête quantitative renforce ce constat d'hétérogénéité tout en permettant de définir des grandes lignes de force entre deux sous-populations clés: les souscripteurs non conscients (60%) et les souscripteurs conscients (40%). Sur ces 40% de souscripteurs conscients, elle permet de distinguer trois sous-groupes: les souscripteurs conscients modérés à la recherche d'un équilibre entre performance et éthique (60%), les souscripteurs conscients opposés à cette dimension extra financière (30%) et les souscripteurs conscients fervents militants de cette dimension définie comme la priorité (10%).

**Il existe donc une forte hétérogénéité chez les détenteurs de ce type de produits financiers. Alors que certains restent des épargnants ordinaires, qui tels des hypermétropes<sup>532</sup> ont une vision lointaine du produit financier socialement responsable, vision qui se concentre sur l'aspect le plus grossier du service rendu : le bénéfice financier, d'autres présentent davantage les caractéristiques de la myopie. Ils possèdent un regard très rapproché sur l'offre ISR qui les amène à discerner et à mettre en avant des enjeux plus profonds que la performance comme les conséquences sociales et environnementales de l'action des entreprises dans lesquelles ils placent leur argent. Entre les deux, se positionne une série d'épargnant présentant des degrés plus ou moins divers de ces deux affections de la vision.**

**Finalement, les deux enquêtes de terrain permettent de faire surgir la forte tension entre l'idéal d'une action politique par l'épargne, qui est d'ailleurs loin d'être partagé par tous les souscripteurs, et leur perception de leur propre positionnement d'épargnant et de celle de la réalité marchande et économique. En effet, si certains travaux d'économie expérimentale<sup>533</sup> démontrent, à contrario des hypothèses d'Adam Smith, que le consommateur peut adopter un comportement altruiste sur le marché, le contexte du marché n'en réduirait pas moins sa capacité à l'altruisme en regard d'autres situations qu'il peut expérimenter. Le consommateur voit ainsi plutôt sur le marché un accroissement de son opportunisme et une baisse de son altruisme, car le marché à tendance à jeter un voile entre les hommes, à exacerber le lien des individus aux seules**

---

<sup>532</sup> Nous empruntons cette métaphore de la vision au stimulant article de Franck Cochoy et Roland Canu sur la loi de répression des fraudes de 1905 : Canu, R., Cochoy, F., 2004, « La loi de 1905 sur la répression des fraudes : un levier décisif pour l'engagement politique des questions de consommation », *Sciences de la Société*, mai 2004, Edition PUM p69-90

<sup>533</sup> Ruffieux, B., 2004, « Le nouveau citoyen-consommateur : que peut-on attendre en terme d'efficacité économique ? » *Sciences de la Société*, mai 2004, Edition PUM, p93-117

choses et le sentiment de ne pas pouvoir peser sur les décisions des autres consommateurs.

Pour l'épargnant, ce constat semble pouvoir être dupliqué voire renforcé. L'épargnant encore plus que le consommateur, en bénéficiant d'un service personnalisé fourni par sa banque, n'a pas l'impression de faire partie d'une communauté plus vaste qui peut peser sur le cours des choses. Son statut et son pouvoir potentiel d'actionnaire qu'il délègue à la gestion d'actifs lui échappent ainsi grandement. Fortement atomisé, il considère quasi strictement son acte de placement comme un acte individualisé et privé et ne songe guère à se regrouper en force de proposition face aux professionnels de la gestion. A la différence d'autres catégories d'épargnants actionnaires (actionnaires salariés, investisseurs institutionnels), il est largement à la merci des acteurs de la gestion d'actifs qui n'hésitent pas, en cas de conjonctures financières moroses, à lui faire payer en bout de chaîne les prises de risques prises en amont<sup>534</sup>. Il constitue une figure encore plus immature et insaisissable que celle du consommateur, qui elle-même, en France, ne s'est que très progressivement établie lors des Trente glorieuses.

La figure de l'invest'acteur souffre à la fois de la fragilité du positionnement de l'épargnant particulier et de la nouveauté de la démarche de consommation engagée. Il reste encore non seulement un acteur mineur en regard des encours investis sous forme socialement responsable mais, de plus, ses pratiques et ses représentations restent balbutiantes. En effet, s'il se positionne, c'est de façon encore timide, souvent tenaillé par le doute, voire sceptique sur le sens à donner à son acte, et désireux d'obtenir des preuves concrètes de l'efficacité d'une démarche encore, par bien des côtés, inédite pour lui.

L'acte d'épargne engagée, oscillant entre action individuelle et action collective, déléguant à des organisations privées lucratives le soin de fournir un produit ou un service devant satisfaire à la fois des aspirations privées et se porter garant de l'intérêt général reste, encore, un terrain vierge pour la majorité des épargnants particuliers.

---

<sup>534</sup> Voir Chapitre II

Mais il reste aussi grandement un terrain vierge pour les sociétés de gestion. Moteurs de la constitution de l'offre ISR en France, elles ne sont pas exemptes de contradictions internes dans leur rapport avec la clientèle finale des épargnants particuliers. Les sociétés de gestion et les réseaux bancaires, qui parfois les représentent, semblent à la fois dépourvus et réticents à encourager une forme de prise de parole démocratique de certains épargnants particuliers sur leur offre ISR. Leur position pourrait ici être rapprochée, toute proportion gardée, de celle de la National Consumer League vis-à-vis de la catégorie des consommateurs au tournant du vingtième siècle.

Selon Lawrence Glickman<sup>535</sup>, les femmes à la tête de cette association de promotion d'une action politique par la consommation se distinguent à l'époque par une vision ambivalente de la catégorie des consommateurs. Ceux-ci sont à la fois vus comme des éléments centraux pour revitaliser la citoyenneté et de véritables obstacles à l'éclosion d'une citoyenneté moderne.

D'une part, ces activistes portent une foi très limitée dans la qualité de jugement des consommateurs ordinaires. Globalement elles les jugent comme indifférents et peu aptes à prendre la mesure de la complexité des nouvelles formes de consommations qui se mettent en place au tournant du vingtième siècle. D'autre part, en écho avec le mouvement progressiste américain, elles sont persuadées du pouvoir grandissant du consommateur qui pourrait se substituer à la figure du producteur pour devenir la nouvelle catégorie unifiante de la Nation américaine. C'est pourquoi, l'objectif de ce courant est de réorienter les manifestations mal dirigées et irrationnelles de la conscience populaire, en aidant à l'éducation de l'opinion publique sur la complexité et les conséquences sur les salariés de l'acte de consommation. Cet effort de formation et d'éducation devant finalement conduire les consommateurs à reconnaître leur responsabilité dans l'acte d'achat.

Les acteurs de l'offre ISR, se distinguent eux aussi par une position ambivalente sur les épargnants particuliers. Certains, individuellement ou en tant que représentant du groupe professionnel de la gestion d'actifs, mettent timidement en avant, dans leur prise de parole publique et leurs discours officiels, le caractère central de l'engagement des épargnants particuliers dans des pratiques d'épargne socialement responsables, en promouvant notamment l'idée émergente et séduisante d'un épargnant citoyen dont les choix personnels et

---

<sup>535</sup> Glickman, B. L., 2004, « Consommer pour réformer le capitalisme américain, le citoyen et le consommateur au début du vingtième siècle », *Sciences de la Société*, mai 2004, Edition PUM pp17-43

familiaux sont traversés par des considérations citoyennes et publiques<sup>536</sup>. Toutefois, l'observation des pratiques concrètes de commercialisation fait surgir l'idée que certains de ces acteurs de l'offre ISR voient aussi en partie ces épargnants particuliers comme des obstacles à l'avènement de pratiques d'investissement socialement responsables qui paraissent, de leur point de vue, pertinentes. Ces épargnants particuliers ordinaires ne seraient pas capables, quelque soit leur engagement sur la question, de prendre la véritable mesure de la complexité des questions posées.

Toutefois, le positionnement des sociétés de gestions que nous avons étudiées, n'a rien de comparable avec celui d'un groupe de pression non lucratif comme la National Consumer League. Il s'agit bien de structures commerciales privées à but lucratif dont l'objectif général est de rester compétitives et attractives dans le secteur de la gestion d'actifs. Mais le tournant du 21<sup>ème</sup> siècle se caractérise aussi, à côté de la structuration de la figure du consommateur citoyen, par celle de l'engagement citoyen trans-sectoriel des entreprises. Les mouvements du développement durable et de la responsabilité sociale produisent ainsi essentiellement des énoncés normatifs sur les nouveaux devoirs éthiques, sociaux, environnementaux et politiques de ces acteurs de l'industrie et du marché que la mondialisation, la dérégulation et la privatisation ont doté d'un pouvoir parfois aussi conséquent que celui de certains états nationaux. Promouvoir l'investissement socialement responsable pour une institution financière de grande envergure est donc aussi une voie d'affirmation de son engagement dans l'ensemble de ces nouvelles responsabilités qui lui sont attribués par certains pans de l'opinion publique et de la société civile.

Toutefois, les discours officiels parfois très avancés et ambitieux semblent souvent avoir du mal à s'incarner en pratique, quand il s'agit de s'aventurer à promouvoir l'intérêt des démarches d'investissement socialement responsables auprès des épargnants particuliers. Ces structures doivent alors passer du strict registre du discours sur la performance financière, à un discours mêlant considérations financières et préoccupations normatives sur le social et l'environnement et le gouvernement d'entreprise. Les conseillers clientèles, qui se retrouvent en bout de chaîne peuvent confusément ne pas assumer cette nouvelle identité d'offreur engagé que leur structure d'appartenance a elle-même parfois du mal à clairement expliciter. Les acteurs des sociétés de gestion certes impliqués dans la construction de l'offre l'ISR mais

---

<sup>536</sup> Micheletti, M, 2004, « Le consumérisme politique : une nouvelle forme de gouvernance transnationale » *Sciences de la Sociétés*, Mai 2004, n°62, Editions PUM, pp118-141. On retrouve cette idée chez cet auteur, chef de file de travaux de sciences politiques décrivant et conceptualisant l'émergence de l'engagement politique de nouveaux acteurs par le biais de la consommation et la production.



qui ne maîtrisent pas l'ensemble des maillons de la chaîne allant de la création d'un produit financier à l'achat de part de ce produit par un épargnant particulier, préfèrent alors, semble-t-il, s'adresser aux faiseurs d'opinion publique : les médias spécialisés et les médias généralistes. Ces derniers, friands de nouveautés, parfois sensibles, voire stratégiquement positionnés sur l'émergence annoncée d'un engagement citoyen dépassant la sphère des pouvoirs publics nationaux et internationaux, sont assez enclins à diffuser ponctuellement leur vision de ce que doit être l'investissement socialement responsable et partant, les laisser faire de la publicité pour leur offre ISR.

La demande ISR des épargnants particuliers ne pourra donc pas, de notre point de vue, se construire en se reposant uniquement sur la détermination des acteurs de l'offre ISR à vendre leur service. C'est aussi aux forces de rassemblement et d'organisation des consommateurs et des épargnants particuliers à se positionner sur ce nouveau champ de l'ISR. Et ce sera eut-être à travers leur statut d'épargnants salariés et via la prise de parole syndicale que les épargnants particuliers engagés pourraient se mobiliser.

Si les épargnants particuliers peinent à véritablement constituer une force de proposition, voire de pression, sur la structuration de l'offre ISR en France, les investisseurs institutionnels, qui structurellement forment une catégorie de clients plus organisée et plus puissante, paraissent être prêts aujourd'hui, après un assez long moment de silence, à faire officiellement entendre leur voix et s'engager dans la construction sociale en devenir du champ de l'ISR.

### **III) Les investisseurs institutionnels finaux : l'implication de la demande dans la construction sociale de l'offre ISR**

Dans le chapitre I consacré à la construction d'agences calculatrices donnant à voir le marché de l'ISR, nous avons souligné un certain flou académique et des variations nationales dans les définitions visant à saisir la catégorie des investisseurs institutionnels. Les ouvrages académiques consacrés à la finance que nous avons pu consulter, s'accordent généralement sur l'idée que les investisseurs institutionnels regroupent principalement trois ensembles d'acteurs : les compagnies d'assurances, les fonds de pension et les sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs (OPCVM en Europe et mutuals funds aux Etats-Unis)

et de mandats institutionnels. Ces investisseurs institutionnels ont pour point commun de gérer des portefeuilles de grande taille unitaire pour de multiples porteurs de parts.

Dans les travaux menés par un observateur, promoteur et acteur de l'ISR comme l'Eurosif, la catégorie des investisseurs institutionnels est définie de manière un peu différente. Sont considérés comme investisseurs institutionnels non seulement les sociétés qui investissent avec leur propre argent (les compagnies d'assurances, les banques et les entreprises) et qui, selon le rapport, correspondent à une vision réduite de cette catégorie, mais aussi les églises, les organisations caritatives et les fondations. La troisième catégorie est constituée des investisseurs gérant de l'argent pour le compte d'autres épargnants, c'est-à-dire principalement les fonds de pension et les autres structures habilitées à gérer la retraite par capitalisation des salariés et des citoyens. Par rapport à la définition académique précédente, les églises, les organisations caritatives, les fondations sont ajoutées. En revanche, les sociétés de gestion d'actifs qui gèrent les OPCVM sont sorties de la définition. Ce choix semble ici se rapporter à la distinction qui est à faire, en gestion d'actifs classique comme en gestion ISR, entre investisseurs institutionnels finaux et les prestataires de services que peuvent constituer les sociétés de gestion.

En effet, les investisseurs institutionnels finaux, qu'ils s'agissent de groupes de retraite et de prévoyance, de mutuelles ou de groupes d'assurances, d'institutions financières spécialisées, de banques ou encore d'entreprises, de fondations ou d'associations, n'occupent pas le même positionnement dans le système d'acteurs de la gestion d'actifs que les sociétés de gestion. Même si certains d'entre eux, comme les sociétés de gestion, peuvent gérer des encours pour le compte d'épargnants particuliers, cette délégation se fait sous un mode très différent.

Chaque société de gestion peut proposer à n'importe quel épargnant particulier des solutions individualisées de gestion d'actifs, sans avoir à rendre des comptes à une quelconque instance collégiale représentant les pouvoirs publics ou encore les représentants des salariés. En revanche, les investisseurs institutionnels finaux gèrent de manière paritaire, ou du moins collégiale, l'argent de certains groupes d'épargnants particuliers en raison de leur appartenance à un groupe précis de salariés ou de citoyens. Les représentants des pouvoirs publics, les syndicats et autres représentants des différentes parties prenantes sont alors associés à la gestion des encours.

Pour les investisseurs institutionnels finaux, les sociétés de gestion sont avant tout considérées comme des prestataires de service. Il est possible de leur déléguer en partie ou en totalité la gestion de leurs encours. Le Fond de Réserve des Retraites (FRR) a fait par

exemple ce choix de délégation totale de sa gestion. Mais, ces investisseurs institutionnels finaux peuvent aussi faire le choix de créer en interne leur propre équipe de gestion d'actifs. On parle alors de « gestion interne ou maison ». La Caisse des Dépôts et Consignations est ici un exemple de cette gestion maison. Une autre alternative est de confier la gestion des encours à une filiale interne dédiée à la gestion d'actifs. De nombreux groupes de retraite et de prévoyance comme AG2R privilégient cette solution. Une enquête de l'Observatoire Français de la Gestion des Réserves Institutionnelles (OFGRI), réalisée en 2003<sup>537</sup>, donne des chiffres sur les choix faits en matière de délégation de gestion par les investisseurs institutionnels finaux. La part des actifs encore gérés en interne représente 45% des réserves totales. La délégation à des filiales internes capte 42% de la gestion par les investisseurs institutionnels français, alors que la stricte délégation externe concerne 13% des encours gérés.

Dans le champ de l'ISR, les investisseurs institutionnels finaux en France ont jusqu'ici privilégié la délégation externe et interne. Ils ont en majorité placé de l'argent sur l'offre ISR proposée par les sociétés de gestion via des OPCVM ouverts. A côté des épargnants particuliers, cette catégorie d'acteurs représente ainsi en 2004 environ la moitié des encours gérés par les sociétés de gestion en gestion collective sous forme d'OPCVM ISR. Une part plus réduite a fait le choix de la délégation externe aux sociétés de gestion d'actifs avec la création de mandats de gestion sur mesure. Toutefois, les investisseurs institutionnels finaux ayant privilégié cette solution sont en grande majorité d'origine étrangère en 2004<sup>538</sup>.

Dans cette partie, nous essaierons de mieux saisir le positionnement général des investisseurs institutionnels finaux français par rapport à l'offre ISR, en nous référant notamment à une enquête, menée en 2003 et 2004 par Novethic, auprès de cette catégorie d'acteurs. Puis nous reviendrons sur l'engagement en France du Fonds de Réserve des Retraites sur l'ISR avant de conclure sur l'émergence d'un engagement concerté et international des grands investisseurs institutionnels de la Retraite stimulé par les grandes instances publiques internationales autour de la notion de responsabilité de l'investisseur.

---

<sup>537</sup> OFGRI, 2004, « 10<sup>ème</sup> enquête annuelle sur la gestion des réserves des investisseurs institutionnels », [www.afg.asso.fr/upload/19/Fichier10.pdf](http://www.afg.asso.fr/upload/19/Fichier10.pdf)

<sup>538</sup> L'ensemble de ces remarques repose sur une enquête quantitative menée auprès des sociétés de gestion pour connaître les encours gérés en gestion collective et gestion dédiée : Novethic, 2004, *Marché français de l'ISR, enquête sur les encours et les caractéristiques des clientèles institutionnelles*, juin 2004.

## **1) Caractéristiques et représentations des investisseurs institutionnels face à l'offre ISR**

L'enquête de Novethic<sup>539</sup> avait pour objectif de mieux appréhender les attentes et les comportements des investisseurs institutionnels en matière d'investissement socialement responsable. Cette enquête a touché une quarantaine de structures<sup>540</sup> dont une grande majorité sont des groupes de retraite et de prévoyance. Ce chiffre est assez modeste si l'on considère que plus de 300 investisseurs institutionnels sont présents en France.

Toutefois, si l'on compare ces taux de réponse à ceux des enquêtes annuelles de l'Observatoire Français de la Gestion des Réserves institutionnelles pour les années 2003 et 2004 (neuvième et dixième édition) qui rassemblent respectivement 75 et 53 groupes d'investisseurs institutionnels, il apparaît comme relativement conséquent. Là aussi, ces enquêtes touchent de façon majoritaire des groupes de retraite et de prévoyance. Nous nous intéresserons ici aux déclarations de ces investisseurs institutionnels en terme de pratiques et de représentations ISR.

### **A) Les pratiques ISR des investisseurs institutionnels**

Sur les deux années considérées, environ la moitié du panel déclare faire gérer une partie de son encours avec une orientation socialement responsable. Les investisseurs institutionnels adoptant le plus fréquemment ce type de pratiques sont des grands investisseurs institutionnels gérant plus d'un milliard d'encours et qui font le plus souvent partie de la catégorie des groupes de retraite et de prévoyance. Ils ont tendance à placer leur argent sur plusieurs fonds ISR orientés sur une approche générale du développement durable. Les sommes investies sont assez modestes. Elles oscillent entre 1% et 5% des encours totaux gérés.

Nous pourrions ici cependant faire l'hypothèse que ces résultats sont encore très positifs. En effet, la potentielle surreprésentation dans l'échantillon des investisseurs institutionnels, qui se sentent concernés par l'ISR et qui de ce fait répondraient plus massivement au questionnaire, pourrait créer un biais. Toutefois, les résultats de l'enquête

---

<sup>539</sup> Novethic, 2003, *Etat des lieux et perspectives du marché institutionnel français*, 2<sup>ème</sup> enquête annuelle, septembre 2003.

Novethic, 2004, *Etat des lieux et perspectives du marché institutionnel français*, 3<sup>ème</sup> enquête annuelle, novembre 2004.

<sup>540</sup> Les répondants ne sont pas strictement identiques d'une année à l'autre ce qui permet d'esquisser de grandes tendances mais pas forcément de réaliser des comparaisons très précises d'une année à l'autre.

2004 de l'OFGRI<sup>541</sup> permettent de relativiser l'impact potentiel de ce biais. En effet, alors que cette enquête porte sur la compréhension des attentes et des comportements généraux des investisseurs institutionnels, elle paraît confirmer dans les grandes lignes la tendance saisie par les enquêtes annuelles de Novethic dédiée à la seule question de l'ISR. Selon cette enquête, 40% des investisseurs institutionnels interrogés déclarent avoir placé une part de leur encours sur des produits financiers ISR, mais de façon très réduite proportionnellement aux encours finaux gérés.

Le croisement de ces résultats permet d'affirmer que, jusqu'à l'année 2004, une partie des investisseurs institutionnels en France, expérimente à la marge l'offre ISR mise en place par les sociétés de gestion dans des produits financiers ouverts aux institutionnels et aux particuliers, qui fonctionnent sur le filtrage positif des entreprises selon les critères du développement durable.

### **B) Les représentations des investisseurs institutionnels sur l'offre ISR**

Sur les deux années 2003 et 2004, la motivation principalement évoquée par les répondants pour justifier l'engagement de leur organisation dans l'ISR est : la cohérence de la démarche de l'investissement socialement responsable avec les valeurs de l'institution ou le souhait de certains administrateurs. Le souhait, exprimé par les adhérents ou les cotisants, de voir l'institution se lancer dans l'investissement socialement responsable recueille un nombre beaucoup plus réduit de suffrages, tout comme les considérations financières ayant trait à la volonté de diversifier ses placements ou à l'espoir d'obtenir une rentabilité accrue grâce à l'investissement socialement responsable. Chez les investisseurs institutionnels, comme d'ailleurs, nous avons pu le constater chez les sociétés de gestion, l'entrée dans l'ISR semble, dès lors, fortement dépendre de l'implication et l'intérêt des instances dirigeantes de ces structures sur la thématique.

Quant aux freins à l'expérimentation d'une offre socialement responsable par les investisseurs institutionnels, ils paraissent à la fois liés à des considérations financières et extra-financières. Sur le plan financier, le reproche majeur fait aux fonds ISR est d'avoir des historiques de performance trop courts qui ne permettent pas de juger réellement de la robustesse financière de la démarche. D'autres évoquent aussi le caractère décevant des performances ou encore le manque de choix qui existe dans l'offre ISR.

---

<sup>541</sup> OFGRI, 2004, op.cit.

Sur le plan extra-financier, une part des investisseurs institutionnels interrogés mettent en avant une méfiance théorique vis-à-vis des approches ISR et le manque d'information sur ces dernières. Pour certains, les démarches d'investissement socialement responsable mis en place par les sociétés de gestion sont soupçonnées d'être des démarches « marketing ». L'étiquette socialement responsable serait dès lors plus cosmétique qu'authentique. Simultanément, une part de ces investisseurs institutionnels juge que le niveau d'information donnée par les offreurs ISR sur leur démarche n'est pas forcément suffisant. Nous retrouvons ici dans une certaine mesure le doute éthique et la recherche de sens expérimenté par certains épargnants particuliers. Il semble donc que même si les sociétés de gestion sont très attentives aux exigences des investisseurs institutionnels en matière d'ISR, elles n'arrivent qu'en partie à les convaincre et à les informer de manière pertinente sur le bien fondé et l'intérêt de leur démarche.

Néanmoins, les motivations des investisseurs institutionnels semblent peser plus fort dans la balance que les désavantages quand on s'intéresse aux déclarations prospectives des répondants sur les encours futurs qui pourraient être potentiellement investis sur une démarche ISR. Plus de 60% du panel, sur 2003 et 2004, déclarent vouloir réaliser un placement socialement responsable dans les trois ans à venir et consacrer une part de plus en plus conséquente à cette forme de gestion.

Ces chiffres démontrent donc une tendance générale à l'intérêt et l'engagement timide mais de plus en plus affirmé des investisseurs institutionnels français à expérimenter les offres socialement responsables mises sur le marché par les sociétés de gestion d'actifs. Toutefois, au-delà de l'esquisse de cette tendance globale, nous aimerions revenir en seconde partie sur l'action et l'influence d'un investisseur institutionnel très particulier sur les acteurs de l'offre socialement responsable : le Fonds de Réserve des Retraites ; et décrire l'organisation progressive de cette catégorie d'acteur en groupe de pression et d'intérêt sur les thématiques extra-financières.

## **2) L'action du FRR : quand l'ISR rencontre la question du financement des retraites**

Les pouvoirs publics américains ont fait le choix depuis la fin des années 1970 d'un système de retraite des travailleurs passant par la capitalisation plus que par la répartition. En Europe, régimes de capitalisation et de répartition occupent des places plus ou moins prépondérantes dans le financement des retraites selon les orientations politiques et

économiques prises par les gouvernements successifs des pays concernés. La France constitue un exemple de pays européen où la solution du financement des retraites par répartition est quasi omniprésente, en comparaison de celle de la capitalisation.

Toutefois, à partir de la fin des années 1990, dans tous les pays développés commencent à surgir de nombreuses interrogations sur la capacité future des systèmes de répartition à financer les retraites, au regard des déséquilibres démographiques à venir. Si le caractère réel des conséquences futures de ces déséquilibres démographiques dans les pays développés rassemble progressivement le consensus des experts et de l'opinion publique, la gestion d'une de ces conséquences clefs -les déficits des régimes de retraite par répartition- fait alors l'objet d'âpres discussions. En France, des controverses politiques éclatent au sujet de la volonté des courants libéraux de financer ces déficits en imposant le passage à un système de retraite par capitalisation dont le corollaire serait la création de fonds de pension et la mise en danger du principe de la solidarité intergénérationnelle constitutive du système de la répartition. L'intrusion des fonds de pension et des marchés financiers dans le champ du financement de la retraite est alors fortement décriée par certains courants politiques et de pensée se situant à gauche sur l'échiquier politique.

En raison des tensions idéologiques et politiques plus ou moins fortes que génère cette question du modèle du financement de la retraite, les pouvoirs publics des différents pays européens tentent de trouver des solutions pragmatiques et modérées. De nombreux pays entreprennent alors de créer ou de réformer des fonds de réserve pour les retraites, destinés à pré financer une fraction des engagements des régimes de retraite par répartition. L'Irlande, la Norvège, la Suède, la Région Flandre en Belgique choisissent de créer des fonds publics de réserve pour les retraites<sup>542</sup>, dont l'objectif est de pallier au déficit potentiel du régime de retraite par répartition, par l'investissement sur les marchés financiers des réserves d'argent accumulées par ces structures, dans une perspective de long terme. En France, Le Fonds de Réserve des Retraites, créé en 1999, possède la même vocation et obéit aux mêmes principes généraux de fonctionnement.

Ces structures sont censées résoudre, en totalité ou en partie, les dysfonctionnements du financement des retraites par répartition à travers l'exploration des voies d'un financement passant par l'investissement sur les marchés financiers, et notamment sur les marchés actions. Toutefois, elles sont aussi pensées et présentées comme les garantes du respect du principe de la solidarité intergénérationnelle et de l'intérêt général de la Nation. En vertu de cette

---

<sup>542</sup> *SRI in progress*, 2003, « Fonds de réserve et ISR : la convergence est-elle possible ? », 29 juillet 2003, <http://www.sri-in-progress.com>

vocation, certains des ces fonds publics de réserve des retraites vont être orientées par les pouvoirs publics (ou leurs instances dirigeantes) vers une réflexion sur leur responsabilité générale vis-à-vis de leurs cotisants ou leurs épargnants finaux. En effet, ces structures se voient confier par les pouvoirs publics l'épargne d'individus qui sont moins considérés comme des clients à satisfaire par l'obtention d'une bonne performance financière que comme des salariés et des citoyens dont il faut assurer la retraite. La responsabilité des fonds de réserve publics déborde donc ici de la simple question financière pour aller vers celle de l'intérêt général. Elles entraînent dès lors certains d'entre eux à s'emparer de pratiques constitutives de l'ISR : le filtrage positif et négatif des entreprises sur des critères extra-financiers et l'exercice actif du droit de vote. Le FFR fait partie de ces structures européennes qui vont se révéler pionnières en la matière.

Dans cette partie, nous reviendrons sur la genèse et le fonctionnement du FRR avant de détailler son action en matière d'ISR et de resituer son action dans un contexte plus large de positionnement international des grands investisseurs institutionnels de la retraite sur le champ de l'ISR.

#### **A) Genèse et principes de fonctionnement du Fonds de Réserve des Retraites**

Le Fonds de Réserve des Retraites (FRR) est créé en 1999 au sein du Fonds de Solidarité Vieillesse (FSV) par la loi de financement de la Sécurité sociale sous le gouvernement Jospin. A cette époque, même si les finances publiques se portent plutôt bien, l'arrivée à la retraite des générations du baby-boom laisse augurer de difficultés croissantes pour les régimes par répartition, reposant sur la solidarité entre les actifs et les retraités, et entre les générations. Des projections sur l'allongement de l'espérance de vie des Français, la diminution de la mortalité et des incertitudes pesant sur la croissance économique et le taux de chômage renforcent progressivement l'idée que le FRR pourrait être un des moyens de sauvegarder à long terme les systèmes de retraite. Le 17 juillet 2001, sous le gouvernement Raffarin, la loi sur les retraites lui donne sa pleine autonomie. Il devient officiellement le Fonds de Réserve pour les Retraites, placé sous la double tutelle du ministre chargé de la Sécurité sociale et du ministre chargé de l'Economie. Sa vocation officielle est d'amortir le choc démographique en accumulant des réserves et en les distribuant à partir de 2020 aux régimes généraux de retraite.



Ses missions et les sommes qui lui sont confiées imposent au législateur de doter le FRR de structures capables d'assurer son indépendance et sa transparence. Ainsi, en qualité d'établissement public administratif, il est soumis aux dispositions du Code des marchés publics. En outre, s'inspirant de la gouvernance de certains groupes privés, il possède un Directoire et un Conseil de surveillance. Le Directoire est identifié officiellement par le législateur comme le pouvoir exécutif du Fonds de réserve alors que le Conseil de surveillance est censé en constituer le parlement<sup>543</sup>.

Le Conseil de surveillance est une structure qui tente d'associer les voix des syndicats des employés et des employeurs avec celles du parlement, du gouvernement et d'experts. Elle rassemble des élus (deux parlementaires et deux sénateurs), des représentants de l'administration (deux représentants du ministre chargé de la Sécurité sociale, un représentant du ministre chargé de l'Economie, un représentant du ministre chargé du Budget), des syndicats (cinq représentants des assurés sociaux désignés par les organisations syndicales interprofessionnelles représentatives au plan national<sup>544</sup>), des employeurs (cinq représentants des employeurs et travailleurs indépendants désignés par les organisations professionnelles d'employeurs et de travailleurs indépendants représentatives<sup>545</sup>) et des personnes qualifiées<sup>546</sup>. Le Conseil de surveillance est chargé de définir la politique de placement, à veiller à sa mise en œuvre, à arrêter les comptes et à contrôler les résultats.

Le Directoire assure des missions en matière financière<sup>547</sup> et en matière de gestion au quotidien de l'établissement public FRR<sup>548</sup>. Il est composé de trois personnes : un président, le directeur général de la Caisse des Dépôts et Consignation (poste aujourd'hui occupé par

---

<sup>543</sup> *Les Echos*, 2005, « Ce fonds qui doit sauver les retraites », 10/02/2005.

<sup>544</sup> Confédération Générale du Travail (CGT), Force Ouvrière (FO), Confédération Française Démocratique du Travail (CFDT), la Confédération Française des Travailleurs Chrétiens (CFTC), la Confédération Française de l'encadrement (CGC).

<sup>545</sup> Trois par le mouvement des entreprises de France (MEDEF), un par la confédération générale des PME, un par l'Union professionnelle artisanale.

<sup>546</sup> Deux personnes qualifiées dans les domaines relevant des missions du FRR (une désignée par le ministre chargé de la Sécurité sociale et une par le ministre chargé de l'Economie et le ministre chargé du Budget)

<sup>547</sup> Détail des missions 'financières' du directoire : Il propose au Conseil de surveillance la manière dont pourraient être fixées les orientations générales de la politique de placement. Il met en œuvre les orientations de la politique de placement. Il contrôle le respect de celles-ci. Il en rend compte régulièrement au Conseil de surveillance. Il présente au Conseil de surveillance une analyse de l'évolution des marchés au cours des douze derniers mois, au regard des tendances de long terme et, compte tenu de l'horizon de placement et des recettes attendues. Il propose une répartition des placements. Il établit les cahiers des charges des appels d'offres. Il nomme les personnalités qualifiées, membres du comité de sélection des gérants.

<sup>548</sup> Il assure la direction du FRR et est responsable de sa gestion. Il exerce son autorité sur le gestionnaire administratif du fonds, la Caisse des Dépôts et Consignations. Il exerce toutes les compétences qui ne sont pas attribuées à une autre autorité, et notamment : il établit et exécute le budget de gestion administrative et de gestion technique du fond, il recrute le personnel de l'établissement et a autorité sur lui, il conclut au nom du fonds toute convention et en contrôle le respect, il soumet le compte financier du fonds au Conseil de surveillance, il élabore le règlement intérieur du fonds, à l'exception des dispositions portant sur le fonctionnement.

Francis Mayer) et de deux autres membres recrutés en fonction de leurs compétences, qui sont aujourd'hui Philippe Most et Antoine de Salins. Le Directoire est aidé dans sa mission d'investissement sur les marchés financiers par un comité de sélection des gérants, nommés par le Directoire et dont l'indépendance doit garantir que la sélection des professionnels de la gestion d'actifs, lors des appels d'offre lancés par le FRR, est exempte de considérations politiques et de conflits d'intérêts. Présidé par Antoine de Salins, un des membres du Directoire, ce comité de sélection des gérants est composé de quatre professionnels et d'experts de la finance. Quant à la gestion administrative, elle revient à la Caisse des Dépôts et Consignations.

En mars 2000, Lionel Jospin fixe au FRR la mission d'accumuler environ 150 milliards d'euros de réserves à l'horizon 2020. Cet objectif doit être atteint par le placement avisé de ressources financières régulières sur les marchés financiers. Ces ressources doivent être fournies par l'Etat<sup>549</sup>. A fin décembre 2004, sa cagnotte avoisine 19 milliards d'euros, soit un abondement moyen annuel de 4 à 5 milliards d'euros depuis sa création.

Cette cagnotte a donc pour fonction d'être investie sur les marchés financiers. Cet investissement doit, selon les prévisions du FRR, contribuer au tiers des réserves du fonds à l'horizon 2020. Pour remplir cet objectif, le FRR se lance à partir de 2002 dans la construction et le lancement d'un appel d'offre international, qui a pour caractéristique de trancher avec les us et coutumes des investisseurs institutionnels français impliqués dans la gestion des retraites.

Le FRR a choisi de déléguer en externe la gestion de ces actifs tout en gardant la main sur les grandes décisions d'ensemble, alors que de nombreux investisseurs institutionnels en France privilégient la gestion maison ou la gestion filialisée. De plus, si ces derniers favorisent très fortement les marchés obligataires et monétaires, considérés comme plus sûrs, le FRR va faire le choix de s'engager de manière déterminée sur les marchés actions. Le Conseil de surveillance et le Directoire s'accordent pour définir une allocation stratégique de 55 % en actions (38 % en titres de la zone euro, 17 % en valeurs internationales) et 45 % en obligations (38 % de la zone euro, 7 % à l'international). Par ce choix, le FRR se rapproche des pratiques adoptées par d'autres grands fonds de réserves publics étrangers, pratiques qui

---

<sup>549</sup> A la création du FRR, différents canaux d'approvisionnement avaient été assurés par l'Etat : 65 % du produit du prélèvement de 2 % sur les revenus de placements et du patrimoine, tout ou partie de l'excédent du FSV et de ceux du régime général de la Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse des Travailleurs Salariés (CNAVTS), une fraction du produit de la contribution sociale de solidarité à la charge des sociétés (C3S), la vente des parts sociales des Caisses d'Epargne, des recettes de privatisations et de cessions d'actifs de l'Etat. Mais, avec le temps, les priorités ont parfois changé et le FRR doit composer avec les ressources que l'Etat peut lui fournir qui, pour certains observateurs, ne suffiront peut-être pas au FRR pour remplir sa mission initiale.

reposent sur le postulat faisant consensus chez les experts financiers que sur le long terme les actions offriraient un meilleur rendement financier.

Par ailleurs, alors que les investisseurs institutionnels français privilégient, pour diversifier leur placement, l'investissement dans des fonds diversifiés<sup>550</sup>, le FRR va s'orienter vers la création des compartiments strictement composés d'actions et d'obligations d'une zone géographique donnée. Les 16 milliards d'euros d'encours à investir sont dès lors répartis entre 27 mandats spécialisés qui portent sur 12 lots représentatifs de classes d'actifs et de style de gestion couvrant les actions et les obligations. Un appel d'offre international est lancé le 31 juillet 2003 pour sélectionner les gérants les plus à même de gérer de manière efficiente ces différents lots. Les professionnels de la gestion d'actifs connaissent une vive émulation à travers cet appel d'offre. Le comité de sélection des gérants reçoit dans une première phase 410 candidatures. En décembre 2003, 137 candidats sont invités dans une seconde phase à présenter leur offre à l'oral. 22 sociétés de gestion sont alors sélectionnées dans le courant de l'année 2004.

Or, ce premier appel d'offre contient une dimension socialement responsable sur les lots des zones euro et Europe en gestion active, qui compte pour trois milliards d'euros. Par ailleurs, en juillet 2005, le FFR a lancé un appel d'offre pour la gestion d'une poche ISR de 600 millions d'euros. La première phase de sélection a été clôturée à la fin août 2005. Les candidatures au premier octobre 2005 sont en voie de consultation par le FRR. Nous allons donc à présent revenir sur la genèse de l'engagement du FRR dans l'ISR, premier grand investisseur institutionnel français à s'orienter officiellement sur cette forme d'investissement.

### **B) Positionnement et initiatives du FRR en matière d'ISR : comment la création d'un fonds public de réserve des retraites en France influence les pratiques des professionnels de la gestion d'actifs**

Dans un premier temps, le législateur oriente très prudemment le Fonds de Réserve des Retraites vers la potentielle prise en compte de l'ISR dans sa gestion d'actifs. Le Conseil de surveillance et le Directoire, à partir d'incitations somme toute très évasives, s'engagent de manière assez déterminée dans l'ISR, en premier lieu par des déclarations d'intentions, puis par le déploiement pratique de ces intentions. Les choix exprimés et faits en matière d'ISR

---

<sup>550</sup> Les fonds diversifiés désignent une catégorie de fonds investis sur plusieurs classes d'actifs (actions, obligations, monétaire) dans le but de minimiser le risque financier.

ont un impact non négligeable sur les pratiques des sociétés de gestion souhaitant être sélectionnées par le FRR.

Le législateur, dès l'institution du Fonds de Réserve pour les Retraites par loi n° 2001-624 du 17 juillet 2001, place la question de la prise en compte des considérations sociales, environnementales ou éthiques au cœur de la mission du Directoire. L'article L 135-8 établit que le Directoire « rend compte régulièrement au Conseil de surveillance et retrace notamment, à cet effet, la manière dont les orientations générales de la politique de placement du fonds ont pris en compte des considérations sociales, environnementales ou éthiques ». Quant à l'article R 135-29, il précise que « les droits de vote sont exercés par les mandataires du fonds dans les seuls intérêts du fonds ». Le 27 novembre 2002, lors de l'installation du Conseil de surveillance, le ministre des Affaires sociales déclare : « L'ISR est un thème nouveau et, dans ce domaine, beaucoup reste à faire. Le Fonds a certainement un rôle de premier plan pour favoriser prudemment et progressivement son développement ».

Il est intéressant de souligner ici que le législateur oriente le FRR vers la prise en compte de considérations sociales et environnementales, tout en ne lui fixant pas de lignes directrices précises. En effet, il est simplement demandé au Directoire du FRR de faire rapport annuellement au Conseil de surveillance sur la manière dont « il a intégré ces préoccupations dans la gestion des actifs du Fonds ».

Le Conseil de surveillance du FRR choisit, malgré le caractère peu contraignant des obligations émises par le législateur, de préciser les orientations extra-financières qu'il souhaite prendre en la matière lors de la publication officielle, le 2 avril 2003, des orientations générales de sa politique de placement :

*« Le Fonds de réserve agit dans l'intérêt de la collectivité; [...] dans ces conditions, sa politique d'investissement doit être cohérente avec le respect d'un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental durable; dans cette perspective, et dans le cadre des orientations générales de la politique de placement définies par le Conseil de surveillance, le Directoire participera activement à la promotion des meilleures pratiques visant à faciliter la prise en compte de ces valeurs par les sociétés de gestion dans l'analyse des actifs financiers et dans la transparence du gouvernement des entreprises ; sur ce dernier point, le décret du 19 décembre 2001 prévoit que les droits de vote sont exercés par les mandataires du Fonds dans les seuls intérêts du Fonds ; que le Fonds entend définir les principes que les gestionnaires devront suivre quand ils participeront aux assemblées générales des entreprises dans lesquelles le Fonds aura investi. »*

Le Directoire se conforme aux orientations prises dans ces délibérations. Antoine de Salins, un des trois membres du Directoire communique dès lors dans ses interventions publiques<sup>551</sup> sur l'engagement du FRR en matière d'investissement socialement responsable. Pour le FRR, l'engagement dans l'ISR doit être mené sur deux fronts : la réflexion sur la prise en compte de l'analyse extra-financière dans la sélection des valeurs, et l'exercice actif du droit de vote au nom des principes du gouvernement d'entreprise. Cette préoccupation est reliée officiellement à la responsabilité du FRR, en tant qu'investisseur de long terme, d'assurer le respect du principe de la solidarité intergénérationnelle.

En pratique, trois grands moments cristallisent l'engagement du FRR en matière d'investissement socialement responsable : la rédaction des engagements et du cahier des charges, auxquels doivent se conformer les gérants des lots trois et huit de l'appel d'offre principal; la publication officielle de la politique d'exercice de droit de vote du FRR et le lancement de l'appel d'offre pour la poche ISR.

Considérant que l'ISR ne bénéficie pas encore d'un processus d'investissement suffisamment standardisé et homogène, le Fonds de Réserve pour les Retraites rejette l'idée d'appliquer une démarche socialement responsable à l'ensemble des encours concernés par le premier appel d'offre. Il préfère opter pour une méthode progressive en décidant, dans un premier temps, de concentrer son approche ISR sur ses mandats actions gérés de façon active sur les grandes capitalisations européennes cotées. Il est considéré que c'est sur cette classe d'actifs, ce style de gestion et cette zone géographique que les offreurs ISR sont les plus avancés. Ces mandats, qui totalisent un peu moins de trois milliards d'euros (et portent sur les lots trois et huit), représentent environ 18% des réserves du Fonds.

Si la démarche est progressive sur la délimitation du périmètre des encours concernés, elle l'est aussi sur la façon d'appréhender l'ISR. Le FRR se refuse à donner une définition à priori de ce que ce que doit être pour lui une gestion ISR. Le FRR souhaite faire participer les gérants sélectionnés sur ces mandats à l'effort de construction d'un référentiel en matière de processus de gestion ISR. Ceux-ci n'ont pas forcément à être des pionniers ou des praticiens de l'ISR<sup>552</sup> mais ils sont dans l'obligation de prendre quatre engagements vis-à-vis du FRR.

---

<sup>551</sup> *L'Agefi*, 2004, « Le FRR cherche le consensus en matière d'ISR », 04/03/04

*Les Echos*, 2004, « Le FRR va créer un mandat socialement responsable », 04/03/04

*Investir*, 2004, « Retraite : Le FRR reste prudent sur l'ISR », 6/03/04

*L'Agefi*, 2004, « Le FRR multiplie les initiatives sur l'ISR », 11/03/04

*Le Figaro Economie*, 2004, « Les choix du Fonds de Réserve des Retraites », 12/03/04

<sup>552</sup> En effet les sociétés de gestion sélectionnées sur le lot trois et le lot huit ne sont pas toutes comme Lombard Odier Darier Hentsch Asset Management, AGF IM et Groupama AM, des sociétés de gestion relativement

En premier lieu, les sociétés de gestion sélectionnées sont tenues de respecter un engagement de recherche et d'analyse dans la mesure de la disponibilité des données, des informations pertinentes et de qualité concernant le comportement social et environnemental des entreprises (analyse des documents publics, contacts avec les entreprises et recherche interne, agences...). Le FRR donne un double objectif à cet effort d'analyse: d'une part, permettre d'introduire ces informations au service du processus de sélection et, d'autre part, élargir la connaissance des caractéristiques des entreprises afin d'identifier les critères « extra-financiers » les plus pertinents comme indicateurs de leurs performances futures. Par l'énonciation de cet engagement, le FRR entraîne donc les sociétés de gestion désireuses de gagner l'appel d'offre à prendre sérieusement en compte l'analyse extra-financière. De plus, en leur proposant d'entamer des recherches sur les liens de causalité entre prise en compte potentielle des critères extra-financiers dans la sélection des valeurs et performance financière, il se positionne et leur propose de se positionner sur une vision bien spécifique de l'ISR.

Le deuxième engagement porte, après l'implication des sociétés de gestion dans la recherche sur les critères extra-financiers, sur leur prise en compte concrète dans les processus de sélection des valeurs. Le FRR souhaite ainsi que les sociétés de gestion tentent de prendre en compte progressivement, si elles ne le font pas déjà, dans leur processus de sélection de titres, des critères extra-financiers sur la base de principes qui font l'objet d'un consensus international large. Le FRR les engage à lui proposer le référentiel qu'elles utilisent ou, au minimum, s'en tenir aux neuf principes du Pacte Mondial<sup>553</sup>. Le FRR précise

---

impliquées dans l'ISR, comme en atteste la présence de Schroders Investment Management Ltd ou Capital International Limited.

553 Les neuf principes du Pacte Mondial de l'ONU, qui se fondent sur La Déclaration Universelle des Droits de l'Homme ; La Déclaration de l'Organisation Internationale du Travail relative aux principes et droits fondamentaux au travail et La Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement sont les suivants :

**Droits de l'Homme**

*Principe n° 1* : Les entreprises sont invitées à promouvoir et à respecter la protection du droit international relatif aux droits de l'homme dans leur sphère d'influence ; et ...

*Principe n° 2* : à veiller à ce que leurs propres compagnies ne se rendent pas complices de violations des droits

**Normes du travail**

*Principe n° 3* : Les entreprises sont invitées à respecter la liberté d'association et à reconnaître le droit de négociation collective

*Principe n° 4* : L'élimination de toutes les formes de travail forcé ou obligatoire ;

*Principe n° 5* : L'abolition effective du travail des enfants ; et

*Principe n° 6* : L'élimination de la discrimination en matière d'emploi et de profession ;

**Environnement**

*Principe n° 7* : Les entreprises sont invitées à appliquer l'approche de précaution face aux problèmes touchant l'environnement ;

*Principe n° 8* : à entreprendre des initiatives tendant à promouvoir une plus grande responsabilité en matière d'environnement ; et

*Principe n° 9* : à favoriser la mise au point et la diffusion de technologies respectueuses de l'environnement.

ici que l'intégration de ces critères au processus de gestion peut être progressive selon les sociétés de gestion, mais doit s'inscrire dans la perspective de l'élaboration d'une gestion socialement responsable. En émettant ce deuxième principe d'engagement, le FRR pousse les sociétés de gestion, désireuses d'obtenir ces faveurs, à prendre conscience de l'existence d'un référentiel international, mis en place par l'Organisation des Nations Unies en partenariat avec les entreprises, sur les enjeux sociaux et environnementaux et de commencer à les prendre en compte dans leur décision d'investissement, voire d'aller plus loin que ce référentiel.

Les troisième et quatrième engagements portent sur le devoir de transparence et de dialogue des sociétés de gestion vis-à-vis du FRR. Le FRR énonce ainsi son souhait que les sociétés de gestion rendent des comptes sur la manière dont elles auront intégré des critères extra-financiers dans leur process de gestion d'une part et sur le résultat de l'application des filtres ISR sur le portefeuille (composition, performance, risque...) d'autre part. Le FRR invite aussi les mandataires à s'engager à partager l'information sur les entreprises, la mise en œuvre de leur méthodologie et leur expérience de gestion avec le FRR, pour l'aider à construire son propre référentiel et sa propre méthode. Le troisième engagement qui se révèle être le plus précis dans ses prescriptions, est peut-être celui, en regard de la difficulté observée sur le terrain par certains offreurs ISR à être transparents et à rendre des comptes précis sur l'articulation entre les arbitrages financiers et extra-financiers, qui peut entraîner le plus rapidement les sociétés de gestion postulantes à développer des solutions innovantes en matière de reporting extra-financier.

Sur l'exercice du droit de vote, le Conseil de surveillance du FRR, tout en soulignant que le Fonds n'a pas vocation à utiliser son influence d'actionnaire pour être représenté dans les instances dirigeantes des entreprises, met l'accent sur le fait qu'il doit s'efforcer d'exercer systématiquement ses droits d'actionnaire dans leurs assemblées générales. Pour le FRR, une telle obligation de vote doit se construire dans la durée et de manière pragmatique en tenant compte des conditions d'exercice, comme le montre la démarche des fonds étrangers comparables. Elle doit aussi intégrer les différences significatives qui peuvent exister dans les cadres juridiques et les pratiques de gouvernement d'entreprise entre les pays concernés. Les positions prises au nom du FRR ne doivent être motivées, comme le prévoit le décret du 19 décembre 2001, que par ses seuls intérêts et dans la plus stricte indépendance. Il est de la

responsabilité particulière du Directoire d'y veiller et d'en rendre compte régulièrement au Conseil de surveillance.

La philosophie générale de cet exercice actif du droit de vote est la suivante. Le FRR se définit lui-même comme un investisseur de long terme. Il se fixe dès lors comme devoir de s'efforcer de prendre en compte de manière responsable dans son exercice du droit de vote les intérêts de long terme des entreprises et de toutes ses parties prenantes, ainsi que la cohérence de leur stratégie.

Dans la pratique, le Conseil de surveillance charge le Directoire d'inviter les candidats à l'ensemble des lots de l'appel d'offre, de faire connaître les modalités qu'ils se proposent de mettre en œuvre pour que le FRR puisse exercer ses droits d'actionnaire. Le Directoire est aussi chargé de produire une politique officielle d'exercice du droit de vote à laquelle pourront se référer les sociétés de gestion choisies et de rendre des comptes annuellement au Conseil de surveillance des modalités et des résultats de l'exercice des droits de vote par les gérants.

Le 10 février 2005<sup>554</sup>, la politique d'exercice du droit de vote du fonds est présentée officiellement. Elle porte sur les thèmes classiques du gouvernement d'entreprise que nous avons pu évoquer au chapitre VI : sincérité et transparence des informations fournies par les actionnaires, indépendance et bon fonctionnement du conseil d'administration, égalité du traitement des actionnaires. Cette politique adopte parfois des positions plus modérées que les grands référentiels internationaux sur les dispositifs anti-OPA et les droits préférentiels consentis à certains actionnaires. Elle ne possède pas de section spécifiquement consacrée aux thématiques extra-financières, sur lesquelles l'investisseur responsable de long terme qu'est le FRR pourrait se positionner.

Néanmoins, dans la section consacrée à l'information préalable de l'actionnaire avant toute assemblée générale, le document<sup>555</sup> souligne que le rapport annuel de l'entreprise et le rapport du Conseil d'administration doivent porter sur la politique sociale et environnementale de l'entreprise. Plus loin dans les prescriptions sur le rôle du Conseil d'administration, il est précisé que « Le respect des valeurs favorisant un développement économique, social et environnemental équilibré doivent être aussi prises en considération par le Conseil comme faisant partie intégrante d'un gouvernement amélioré de l'entreprise. » En regard des résultats que nous avons pu tirer lors de notre enquête de terrain sur les engagements extra-financiers contenus dans les politiques d'exercice de droit de vote des sociétés de gestion, et présentés

---

<sup>554</sup> *Les Echos*, 2005, « Le FRR veut favoriser la gouvernance », 11/02/05, p29

<sup>555</sup> Voir Annexes



au chapitre VI, le FRR apparaît donc relativement en pointe sur la prise en compte explicite de critères extra-financiers dans une politique officielle d'exercice de droit de vote. De plus, sa volonté de faire voter de façon active la trentaine de sociétés de gestion auxquelles ont été attribué des mandats lors de l'année 2004, peut potentiellement inciter les retardataires et les récalcitrants à mettre en place les dispositifs techniques et informationnels rendant cet exercice plus efficace, voire pour certains, tout simplement possible.

Le dernier axe d'implication du FRR dans l'ISR est le lancement à l'été 2005 d'un appel d'offre concernant une poche ISR de 600 millions d'euros. Avant ce lancement, un premier appel d'offre avait été lancé pour recruter une équipe de consultants chargés d'aider le FRR à procéder à l'examen des différentes candidatures. L'univers d'investissement concerné est réservé aux larges et moyennes capitalisations européennes<sup>556</sup>. Le FRR prévoit l'attribution au maximum de six mandats de gestion d'actifs.

L'approche retenue par le FRR est une approche inclusive et multicritères. Il ne s'agit donc pas d'exclure a priori certains secteurs économiques de l'univers d'investissement des gérants, mais de privilégier, dans les investissements du FRR, les entreprises qui présentent le meilleur profil -au regard d'une analyse combinant les critères financiers et extra- financiers tels que : le respect du droit international et des droits fondamentaux au travail, le développement de l'emploi à travers l'amélioration de la qualité de la gestion des ressources humaines, les responsabilités environnementales des entreprises, le respect du consommateur et des règles de fonctionnement des marchés dans lesquels les entreprises opèrent.

Pour les offreurs ISR opérant sur la place financière de Paris, l'appel d'offre ISR du FRR est un événement très attendu qui cristallise de nombreux espoirs. Pendant les années 2002 et 2003, certaines sociétés de gestion étrangères impliquées dans l'ISR vont jusqu'à ouvrir des antennes à Paris dans la volonté de se positionner clairement vis-à-vis du FRR. Le choix de s'orienter vers une approche multi-critères sans critères d'exclusion est loin d'être neutre. Elle valide implicitement le chemin pris par les offreurs français, impliqués dans l'ISR par la voie de l'inclusion des meilleures entreprises des secteurs et écarte en partie les démarches anglo-saxonnes où exclusion et inclusion sont souvent mêlées. Les résultats de l'appel d'offre auront sûrement un impact non négligeable sur la configuration future de l'offre ISR en France.

---

<sup>556</sup> Communiqué de presse du FRR du 28 juin 2005, <http://www.fondsdereserve.fr>

Si l'implication du FRR dans le champ de l'ISR pourra à terme avoir un impact non négligeable sur les contours de l'offre, elle joue aussi un rôle de levier pour la communauté des investisseurs institutionnels français. De nombreuses caisses de retraites et de prévoyance et autres véhicules de gestion de la retraite observent avec attention la démarche du FRR. Certains lui ont déjà emboîté le pas, souvent de manière très discrète alors que d'autres attendent de voir les premiers résultats de cet engagement avant de se lancer.

Si les modalités d'exercice de la pratique de sélection de valeurs sur des considérations extra-financières ne suscitent pas encore le consensus, il semble en revanche que la nécessité pour les investisseurs institutionnels d'exercer leur droit de vote de façon active selon les grands principes du gouvernement d'entreprise rassemblent de nombreux investisseurs institutionnels. A ce titre, on peut noter, l'initiative de l'AFII, l'Association Française des Investisseurs Institutionnels, de monter en 2004 un groupe de travail sur l'exercice du droit de vote, qui devrait déboucher sur la publication de lignes directrices en 2006.

Au-delà de la question même de l'ISR, la création et le déploiement d'un fonds de réserve public, comme le FRR, semblent sonner pour de nombreux investisseurs institutionnels français, jusque là en retrait et peu organisés, comme une voie d'affirmation de leur pouvoir et de leurs prérogatives face à une industrie française de la gestion professionnelle puissante, bien organisée et aujourd'hui indépendante. La création récente de l'AFII<sup>557</sup>, en 2004, semble par exemple refléter la volonté de structuration et d'organisation de certains de ces acteurs. L'association déclare ainsi officiellement vouloir devenir l'organe, jusque là manquant, de représentation de la profession d'investisseur institutionnel.

Et l'ISR, jusque là accaparé par les sociétés de gestion, paraît constituer, notamment par le biais de la question de l'exercice du droit de vote, un champ que ces autres professionnels de la gestion d'actifs sont en voie de s'approprier. Quand les sociétés de gestion restent essentiellement définies par la nécessité de séduire leurs clientèles et de leur procurer en premier lieu une satisfaction financière, la vocation d'investisseur de long terme, et les liens parfois étroits qui lient ces investisseurs institutionnels avec les pouvoirs publics favorables aux initiatives marquant l'engagement national pour le développement durable sont peut-être à même d'accélérer leur implication dans l'ISR. Leur statut de représentant de l'intérêt général d'une communauté définie d'adhérents salariés qui cotisent

---

<sup>557</sup> Voir le site de l'AFII au slogan explicite « Les institutionnels doivent être représentés, nous devons nous associer. » : <http://www.institutionnels.org/presentationH.php>

de manière directe ou indirecte pour leurs retraites, et la présence de représentants des salariés en leur sein pourraient aussi jouer un rôle non négligeable.

Si l'implication des investisseurs institutionnels commence à émerger en France notamment par l'action du FRR, cette dernière n'est pas seulement constitutive d'un contexte franco-français. Elle s'insère dans une tendance européenne voire internationale à l'engagement des investisseurs institutionnels dans le champ de l'ISR.

### **3) Devenir un investisseur responsable : l'implication des grands investisseurs institutionnels sur l'ISR**

Comme nous l'avons souligné en introduction de cette troisième partie, le Fonds de Réserve français a des homologues dans les autres pays d'Europe. Si certains, comme la structure irlandaise « National Pensions Reserve Fund », ont rejeté toute implication dans l'investissement socialement responsable, en Suède, en Norvège et en Belgique, les fonds de réserve sont en revanche engagés dans l'ISR.

Néanmoins, les fonds de réserve ne constituent pas la seule forme d'organisation qui tente de financer les retraites par l'investissement sur les marchés financiers. Les pionniers en la matière, sont les fonds de pension qui jouent un rôle d'autant plus central dans le financement de la retraite que les pouvoirs publics du pays concerné ont fait le choix d'un système de financement par capitalisation. Les Etats-Unis, le Royaume Uni mais aussi les Pays-Bas se sont particulièrement engagés dans le déploiement de ce type de fonds.

Les fonds de pensions les plus puissants financièrement sont aussi très souvent ceux rassemblant une base importante de cotisants se retrouvant être des salariés de la Fonction Publique et de l'enseignement. Aux Etats-Unis par exemple, deux des fonds de pension aux encours les plus considérables, CalPERS et CalSTERS, sont chargés respectivement de la gestion de la retraite des salariés de la Fonction Publique et de l'enseignement de l'Etat de Californie. C'est aussi le cas aux Pays-Bas où ABP, un des deux plus grands fonds de pension du pays, est celui des employés de la fonction publique et du secteur de l'éducation. Au Royaume-Uni, USS (University Superannuation Scheme), second plus gros fonds de pension du pays, gère les retraites des personnels des Universités. Or ces fonds de pensions comme certains fonds de réserve des retraites sont aussi parfois en voie d'implication forte sur le champ de l'ISR.

Dans cette partie, nous reviendrons sur les orientations socialement responsables que prennent ces différents investisseurs institutionnels avant d'ausculter la genèse et les modalités du rassemblement international de ces autres professionnels de la gestion d'actifs autour de ce concept et ce mouvement de l'ISR. Finalement, nous tenterons de dégager les potentielles controverses qui peuvent diviser ces investisseurs institutionnels et le rôle des pouvoirs nationaux et internationaux dans la structuration du débat.

**A) Exclusion, inclusion, engagement, activisme actionnarial, désinvestissement : des orientations différenciées selon les pays d'Europe<sup>558</sup>**

Comme nous avons pu le constater dans le chapitre I et le chapitre IV, aux Etats-Unis, les investisseurs institutionnels, s'incarnant sous la forme de grands fonds de pension publics, s'illustrent dans le champs de l'ISR par des pratiques d'exclusion des entreprises et d'activisme actionnarial, fondé sur l'exercice actif du droit de vote et la menace de désinvestissement. En Europe, la situation est très contrastée selon les aires géographiques concernées. Les investisseurs institutionnels peuvent explorer une seule stratégie d'action propre à l'ISR ou en combiner plusieurs.

L'exclusion est pratiquée par certains des ces investisseurs notamment au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Elle concerne, en particulier, les regroupements religieux, les fondations et autres structures associatives qui désirent éviter des placements allant en contradiction avec les valeurs défendues par leur organisation. Certains fonds de réserve la pratiquent aussi. En Norvège, par exemple, le Fonds du Pétrole, fonds de réserve constitué pour gérer et faire fructifier les bénéfices tirés par l'Etat norvégien de l'exploitation de ses ressources pétrolières, a été doté, lors de l'année 2004, de lignes directrices socialement responsables. Ces lignes proposent de combiner un exercice actif du droit de vote, selon les principes du gouvernement d'entreprise, et l'application de critères d'exclusion précis. Les entreprises produisant des armes violant l'esprit des principes humanitaires fondamentaux sont exclues d'office. Plus généralement, le Fonds du Pétrole norvégien s'engage à exclure et à se désinvestir de toute entreprise dont l'activité présente un niveau inacceptable de risque en terme de violation des droits de l'homme, de corruption et de dégradation environnementale.

---

<sup>558</sup> Les renseignements sur les pratiques des investisseurs institutionnels sont tirés de : l'observation participante d'un groupe de travail conjoint de l'AFG, du FIR et de l'ORSE, menée en 2004-2005 sur le bilan des législations ISR et de leurs impacts sur les investisseurs et les entreprises, et d'un rapport diffusé par l'Eurosif : Pension Programme, Socially Responsible Investment, SRI Toolkit, <http://www.eurosif.org/pub2/lib/2004/11/pensiontk/eurosif-pension-toolkit-2004-2005.pdf>

Toutefois, cette pratique de l'exclusion est le plus souvent combinée avec la pratique du filtrage sur des critères positifs d'inclusion -le filtrage positif étant, il faut le rappeler, une création des acteurs de l'ISR européens.

Les investisseurs institutionnels suisses sont particulièrement représentatifs de la combinaison de ces deux approches. La Fondation Ethos, en Suisse, est mise en place en 1997 par des fonds de pensions publics dans l'objectif de créer et de déployer des stratégies d'investissement socialement responsables. Cette fondation, qui regroupe aujourd'hui les intérêts de plus de quatre-vingt fonds de pensions suisses, gère ses encours en fonction de filtres ISR en collaborant avec des sociétés de gestion et des agences d'analyse et de notation financière externes. Les entreprises dont les bénéfices proviennent à plus de 50% du commerce des armes, du tabac et de l'énergie nucléaire sont automatiquement exclues. L'univers d'investissement est ensuite passé au crible d'un filtre d'inclusion répondant aux principes du développement durable. Parallèlement, en s'appuyant sur ses propres ressources internes, Ethos a mis en place une politique d'engagement auprès des entreprises d'exercice actif du droit de vote selon les principes du gouvernement d'entreprise.

Aux Pays-Bas, en Belgique et en France, les grands investisseurs institutionnels de la retraite sont particulièrement impliqués dans l'exploration de la stratégie du filtrage positif. En France, l'appel d'offre du FRR sur les lots des grandes capitalisations européennes en gestion active et l'appel d'offre ISR démontrent une claire orientation vers le filtrage positif et la sélection des meilleures entreprises d'un secteur d'activité donné.

Aux Pays-Bas, ABP, le plus grand fonds de pension européen, gère plus de 150 millions d'euros d'actifs avec une approche ISR tentant de distinguer les meilleures entreprises en matière de développement durable. Les équipes internes construisent leur filtre socialement responsable en fonction des évaluations achetées à des agences externes.

En Belgique, le gouvernement flamand, en créant le Vlaams Zorgfonds pour faire face à la croissance des frais non médicaux suite au vieillissement de sa population, fait le choix de se doter de critères de gestion durable. Un comité d'accompagnement, présidé par le chef de cabinet du Ministre flamand de la Santé, a pour double mission d'élaborer une stratégie de bon père de famille en tenant compte des exigences de solvabilité, de disponibilité, de rendement et de répartition des risques, et d'investir exclusivement dans des valeurs d'entreprises jugées durables. Après une longue réflexion sur les voies de conciliation des exigences financières et sociétales du fonds, le comité d'accompagnement décide d'investir ses encours en actions sur un fonds Paricor E10, géré par la société de gestion Dexia Asset Management, en fonction d'un indice socialement responsable ESGI.I. Celui-ci est créé sur

mesure par l'agence d'évaluation belge extra-financière Ethibel pour le compte du Vlaams Zorgfonds. Le fonds Paricor E10, Sicav de droit belge à la particularité d'être ouvert à d'autres investisseurs qui souhaiteraient s'engager dans l'ISR.

Ni ABP, ni le Vlaams Zorgfonds, à la différence du FRR, ne sont positionnés sur la question de l'engagement auprès des entreprises à travers le dialogue et l'exercice actif du droit de vote. En Europe, il n'existe pas chez les investisseurs institutionnels de pratiques d'activisme comparable à celle des investisseurs institutionnels américains. Néanmoins, des initiatives plus ou moins marquées sont explorées de façon préférentielle par cette catégorie d'acteur.

Au Royaume-Uni, l'implication dans l'ISR pour de nombreux fonds de pension s'incarne par la pratique de « l'engagement ». Certains investisseurs institutionnels britanniques, ne souhaitant pas réduire leur univers d'investissement par le filtrage négatif ou positif, mettent en place en collaboration avec les sociétés de gestion la pratique d'un dialogue ciblé et organisé auprès des entreprises. USS, fonds de pension des salariés des universités britanniques, qui constitue un des plus grands fonds de pension européens avec plus de 19 milliards d'encours sous gestion en 2004, est un bon exemple de la mise en place d'une stratégie d'engagement. L'équipe dirigeante d'USS décide d'adopter en 1999 une politique d'investissement responsable. Trois spécialistes sont alors engagés pour la définir et la déployer. Le dialogue argumenté avec les entreprises sur des sujets sociaux et environnementaux ciblés, est alors choisi comme la voie la plus adéquate de l'expression de la responsabilité d'investisseur. Le changement climatique est un des quelques thèmes clefs qu'USS choisit d'explorer avec les entreprises dans sa stratégie d'engagement. Dans ce cadre, les experts de l'engagement choisissent une entreprise spécifique pour lui faire prendre conscience des enjeux climatiques en organisant des rencontres en face à face entre les gérants et les experts extra-financiers d'USS et la direction de l'entreprise. En parallèle, ces experts mettent en place des rencontres, avec d'autres investisseurs et cette même entreprise, pour faire le tour des divers risques sociaux et environnementaux auxquels elle doit répondre. Ce travail de collaboration entre USS, d'autres investisseurs et l'entreprise peut alors déboucher sur un rapport d'évaluation des comportements de l'entreprise. Cette dernière est alors invitée à débattre avec USS sur les conclusions tirées. La politique d'engagement prévoit aussi la possibilité pour USS de voter lors de l'assemblée générale de l'entreprise en prévenant au préalable l'entreprise de l'orientation que son vote pourrait prendre dans le but de peser sur les orientations prises par l'entreprise.

Le Royaume-Uni n'est toutefois pas la seule aire géographique où la question se pose de la responsabilité des investisseurs institutionnels vis-à-vis des entreprises, en raison de leur statut d'actionnaires de long terme et des intérêts des bénéficiaires qu'ils représentent. Néanmoins, alors que l'engagement britannique va franchement sur les terrains sociaux et environnementaux, les autres initiatives ont tendance à intégrer plus ou moins à la marge les questions sociales et environnementales dans leur réflexion plus large sur le gouvernement d'entreprise.

En France, le FRR s'est prononcé officiellement sur sa volonté d'être un investisseur actif. Il met en place dès 2005, une politique d'exercice du droit de vote qui doit guider les sociétés de gestion sélectionnées pour gérer ses mandats. En Norvège, le Fonds du Pétrole se distingue par une politique d'exclusion mais aussi par une volonté d'être un actionnaire engagé sur le respect des principes du gouvernement d'entreprise. En Suède, les équipes responsables des fonds de pensions nationaux, AP : 1, AP : 2, AP : 3, AP : 4 et AP : 7 répondent à l'exigence du législateur suédois de la prise en compte des considérations éthiques et environnementales sans entraves à l'atteinte de haut rendement financier, en intégrant les questions éthiques et environnementales dans leur politique de gouvernement d'entreprise. Certains de ces fonds suédois sont aussi engagés dans la mise en place de filtres positifs sur les critères du développement durable.

Même si leur engagement est plus récent que celui des investisseurs institutionnels américains, les grands investisseurs institutionnels européens de la retraite commencent à véritablement s'approprier les thématiques véhiculées par l'ISR, en s'appuyant de manière différenciée sur les diverses stratégies d'action créées et déployées initialement par les sociétés de gestion. Ils s'emparent de ces stratégies de la panoplie ISR en fonction d'une réflexion qui leur est propre sur leur responsabilité d'investisseurs finaux.

Ces initiatives, qui se sont déployées d'un pays à l'autre de manière assez éparpillées, paraissent aujourd'hui en partie converger. L'effort du Forum de l'investissement socialement responsable européen, l'Eurosif<sup>559</sup>, qui tente de créer des ponts entre les différentes stratégies d'action, est ici à noter. Par la diffusion de guide de bonnes pratiques à destination des investisseurs institutionnels, cette structure tente de sensibiliser les investisseurs institutionnels finaux et de rassembler dans un même ensemble cognitif les différentes stratégies d'action socialement responsables que ces derniers pourraient utiliser. Par ailleurs, à partir des années 2000, la création de coalitions internationales d'actionnaires sur des

---

<sup>559</sup> Voir chapitre I et V

thématiques précises, comme le changement climatique, permet progressivement la mise en relation de ces investisseurs institutionnels finaux américains et européens.

L'ISR est-il dès lors, comme le concept et mouvement du gouvernement d'entreprise<sup>560</sup> à la fin des années 1990, en voie de stimuler le rassemblement d'une communauté d'investisseurs institutionnels soucieux d'interroger leur responsabilité d'investisseurs finaux, à l'aune non seulement des questions de gouvernance mais aussi des questions sociales et environnementales ? Certaines initiatives internationales en voie de structuration pourraient le laisser supposer.

### **B) Le rassemblement international des investisseurs institutionnels autour de l'ISR**

Dans le chapitre VI, nous avons décrit comment aux Etats-Unis et en Europe, depuis le début des années 2000 se constituent des coalitions d'investisseurs autour de thématiques sociales et environnementales ciblées. Le changement climatique, la corruption entre les pays et les entreprises des industries extractives, les positions des industries pharmaceutiques par rapport à l'accès au médicament des pays du Tiers Monde, autant de thèmes qui mettent autour de la même table : professionnels de la gestion d'actif, investisseurs institutionnels finaux et parties prenantes. Les professionnels de la gestion d'actifs sont en général les chefs de file de ce type de rassemblement. En 2004, l'initiative américaine de lutte contre le risque climatique (INCR) marque, néanmoins, un tournant dans la répartition des forces en présence dans ce genre de coalitions. Dans l'INCR, ce sont les trésoriers et les contrôleurs des fonds de pensions publics américains, c'est-à-dire des investisseurs institutionnels d'obédience publique, qui sont en première ligne dans l'effort de pression sur les entreprises, les pouvoirs publics et les organes de régulation.

Par ailleurs, ces coalitions européennes et américaines se créent dans le contexte bien précis de l'engagement actionnarial et au nom d'une lutte ponctuelle pour un objet défini. L'engagement dans ce type de rassemblement ne porte donc pas explicitement sur le positionnement et l'engagement général des investisseurs institutionnels internationaux adhérents par rapport à l'ISR. Or, jusqu'à la fin 2004, aucun rassemblement officiel international, comparable à celui de l'International Corporate Governance Network (ICGN) sur le gouvernement d'entreprise, ne voit le jour autour d'une adhésion générale au concept et aux pratiques de l'ISR.

---

<sup>560</sup> Voir chapitre IV



C'est pourtant lors de l'année 2004 que les premières stimulations à la création d'un tel rassemblement, sont données. Ces dernières proviennent de l'action conjointe des professionnels de la gestion d'actifs ISR et d'une des divisions du programme environnemental de l'Organisation des Nations Unies (ONU). Il est important ici de revenir sur la genèse historique de ce partenariat pour démêler les fils de l'émergence de « l'initiative des investisseurs responsables », qui va réunir certains des plus grands investisseurs institutionnels finaux internationaux autour de la rédaction des principes de l'investisseur responsable.

En 1972, à Stockholm, lors d'une conférence sur l'environnement humain, est décidée la création du Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE), dont la mission désignée est d'être la conscience environnementale de l'Organisation des Nations Unies. Le mandat du PNUE est d'encourager un développement économique compatible avec la protection de l'environnement.

A partir du début des années 1990, ce programme commence à entrer en collaboration avec les acteurs de l'industrie financière, qui sont identifiés par la structure comme des acteurs clefs de la préservation future de l'environnement. En 1991, un petit groupe de banques commerciales<sup>561</sup> travaille en partenariat avec des représentants du PNUE. Leur objectif commun est de faire naître une prise de conscience de l'industrie bancaire sur les questions environnementales. A la suite du travail de ce groupe, est émis à New York, en 1992, la déclaration des Banques sur l'environnement et le développement durable qui marque le début de « L'initiative Bancaire », qui sera pilotée par le PNUE. En 1995, la déclaration est réactualisée dans le but d'élargir l'appel à un ensemble plus large d'acteurs de l'industrie financière. Elle est alors rebaptisée « L'initiative des institutions financières ». Cette même année, le PNUE entame un nouveau travail d'accompagnement d'une autre catégorie d'acteurs du privé : les assureurs et les réassureurs. Cette collaboration aboutit à une déclaration d'engagement de l'industrie de l'assurance sur la prise en compte des questions environnementales. Les signataires de « L'initiative de l'industrie des assureurs » s'engagent à prendre en considération dans leurs activités les principes du développement durable et le principe de précaution.

A partir de 1999, les deux initiatives se rapprochent progressivement et les acteurs de l'industrie financière et ceux de l'assurance et de la réassurance, finalement assez proches,

---

<sup>561</sup> Deutsche Bank, HSBC Holdings, Natwest, et Royal Bank of Canada font partie de ce premier noyau fondateur.

commencent à collaborer ponctuellement. Ainsi, de nouveaux groupes de travail sont formés, portant sur le changement climatique, le management et le reporting environnemental et, ce qui nous intéresse plus particulièrement ici, sur la prise en compte de la question environnementale par l'industrie de la gestion d'actifs. En 2003, les deux initiatives fusionnent pour n'en former plus qu'une qui va répondre au nom générique de « L'initiative Finance ».

L'initiative Finance fonctionne donc sur le partenariat entre une organisation publique supranationale, le programme environnemental des Nations Unies, le PNUE et des acteurs privés de l'industrie financière qui manifestent leur volonté de s'engager dans une réflexion sur leur responsabilité environnementale. Plus de deux cents organisations privées font partie à ce jour de ce partenariat. Le rôle du PNUE est de fournir à ces signataires privés des ressources intellectuelles : recherches, publications ; des ressources humaines : constitution de réseaux d'experts internationaux et des ressources matérielles : organisation et hébergement des grandes conférences internationales qui réunissent ces professionnels de l'industrie financière dans différents groupes de travail. Un comité de pilotage, composé de représentants des institutions privées signataires et d'un représentant du PNUE et élu par les deux parties, est chargé de donner les grandes orientations de l'action qui doit être menée par chacun des partenaires sur différentes thématiques et différentes aires géographiques.

Le groupe de travail des sociétés de gestion (Asset Management Working Group) oriente sa réflexion sur la diffusion des pratiques et des principes de l'investissement socialement responsable à l'ensemble de la gestion d'actifs. Un nombre très important des acteurs privés<sup>562</sup> constituant ce groupe sont, en effet, fortement impliqués dans l'ISR. Une recherche est lancée par l'Initiative Finance du PNUE, associant sociétés de gestion et société de courtage<sup>563</sup>, afin d'étudier l'impact financier de l'intégration des critères sociaux, environnementaux et de gouvernement d'entreprise dans l'évaluation des titres boursiers.

Forts des conclusions de cette recherche, qui démontre que le respect des critères du développement durable par les entreprises pourrait potentiellement avoir un impact financier sur le long terme, les professionnels de la gestion d'actifs faisant partie de ce groupe de

---

<sup>562</sup> Les principaux professionnels de la gestion impliqués dans ce groupe de travail : Acuity Investment Management, Canada, BNP Paribas Asset Management, France, Calvert Group Ltd., USA., Citigroup Asset Management, USA, Groupama Asset Management, France, Morley Fund Management, UK, Nikko Asset Management, Japan ; Old Mutual Asset Managers, South Africa, San Paolo IMI Asset Management, Italy, Storebrand Investments, Norway, ABN AMRO Asset Management, Brazil, HSBC Asset Management, Europe.

<sup>563</sup> Travaux du PNUE, 2004, "The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing",

travail, lancent un appel aux différentes parties prenantes, identifiées comme ayant un rôle à jouer dans la prise en compte des critères extra-financiers dans l'ensemble de la gestion d'actifs.

L'appel suggère aux directions d'entreprises et à leurs conseils d'administration d'inclure des éléments de compte-rendu extra-financier dans leur rapport annuel et de presser les directions (trustees) des fonds de pension de leurs employés d'investir les encours d'une manière socialement responsable.

Il interpelle aussi les gouvernements sur leur responsabilité de législateur en matière d'action sur l'évolution des définitions de la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels. Selon les signataires de l'appel, ces définitions gênent, en l'état, la prise en compte effective des critères extra-financiers dans les pratiques de gestion de nombreux investisseurs institutionnels.

L'appel souligne aussi la nécessité pour les pouvoirs publics de prendre conscience de leur propre responsabilité d'investisseur. La responsabilité des organes de régulation est également pointée. Ces derniers, pour accélérer l'intégration des critères extra-financiers dans la gestion, devraient procéder à un double travail de réactualisation : actualiser les réglementations sur la responsabilité fiduciaire<sup>564</sup> des investisseurs, pour prendre en considération des problématiques aujourd'hui centrales sur le social, l'environnement et la gouvernance ; et actualiser les réglementations sur la transparence financière des entreprises afin d'obtenir un niveau accru d'information sur les questions extra financières.

En juin 2004, ce groupe de travail (AMWG), composé de représentants de la gestion d'actifs et des membres du PNUE, propose à certains grands investisseurs institutionnels, de partager avec eux, lors d'une conférence organisée à Paris, les conclusions qu'ils ont pu tirées de ce travail de recherche sur les impacts financiers de la prise en compte du développement durable dans les choix de gestion financière. Le groupe de travail invite alors ces investisseurs institutionnels finaux présents à se joindre à cet appel et à les rejoindre s'ils le souhaitent dans le groupe de travail déjà constitué. Ceux-ci déclinent poliment l'invitation. La plupart ne semble pas souhaiter se rassembler sur ce type d'engagement et de travail collaboratif avec les sociétés de gestion d'actifs avec lesquelles ils entretiennent une relation commerciale.

Toutefois, cette invitation et les discussions, qui commencent à être pilotées par les acteurs du PNUE, convainquent une partie de ces investisseurs institutionnels finaux de

---

<sup>564</sup> Voir chapitre VI et glossaire

réfléchir à leur potentiel rassemblement international, sur la question de leur prise en compte du développement durable dans leurs pratiques d'investisseurs. Rapidement, l'idée d'une « Initiative des investisseurs responsables » est lancée. Le 15 juillet 2004, le PNUE annonce officiellement qu'il va travailler avec les plus grands investisseurs institutionnels internationaux pour développer des principes généraux pour un investissement responsable. L'objectif officiel de ces principes pour le PNUE est de protéger à la fois la planète et de sécuriser la valeur actionnariale sur le long terme, par l'intégration des questions sociales, environnementales et de gouvernement d'entreprise dans les préoccupations des investisseurs et des marchés financiers.

Un premier noyau d'acteurs composé de salariés du PNUE, de quelques investisseurs institutionnels finaux et d'experts se constitue de manière informelle. Ceux-ci font le choix d'adopter une organisation à deux niveaux de compétence et de décision. Un groupe d'experts, réunissant les professionnels de l'ISR et du développement durable, a pour mission de réfléchir à l'ensemble des orientations et des questions que soulève la création de tels principes. Un groupe de direction, composé d'une dizaine des plus grands investisseurs institutionnels internationaux, a pour vocation d'examiner les conclusions et les propositions du groupe d'experts, afin d'arriver à une proposition de principes de l'investisseur responsable à la fois exigeante, consensuelle et pragmatique. L'objectif affiché est de créer des principes encadrant la responsabilité des investisseurs institutionnels qui soient les garants d'une haute exigence sur les critères extra-financiers, tout en pouvant être signés par le plus grand nombre d'acteurs possibles.

Les travaux des différents groupes sont menés entre avril et octobre 2005. L'annonce officielle des principes a lieu à la fin avril 2006<sup>565</sup>. Les investisseurs institutionnels, qui signeront de manière volontaire ces principes, s'engagent à entamer une réflexion sur leur responsabilité d'investisseur. Ils s'engagent aussi à déployer des pratiques concrètes concernant la prise en compte des critères extra-financiers dans leur décision d'investissement, leur relations avec les entreprises, en tant qu'actionnaires propriétaires responsables de long terme et dans leurs relations avec l'ensemble de l'industrie de la gestion d'actifs en tant que grands clients et acteurs de cette industrie. Les investisseurs institutionnels signataires doivent aussi s'engager sur des pratiques de transparence et de communication sur leurs pratiques d'investisseurs responsables. Face à l'importance potentielle de ces principes qui pourraient être l'équivalent pour les investisseurs des

---

<sup>565</sup> Voir les principes en annexe

principes du Pacte Mondial pour les entreprises, les Nations Unies s'associent aujourd'hui de manière très étroite à l'initiative Finance du PNUE dans la communication officielle autour de leur établissement.

Des grands investisseurs institutionnels finaux d'Amérique du Nord, d'Australie, du Royaume-Uni, de Suède, de Norvège, des Pays-Bas, d'Allemagne, de la France et de quelques pays émergents sont aujourd'hui en train de collaborer de façon volontaire pour se positionner autour de la thématique de l'investissement socialement responsable, tout comme certains avaient pu le faire à la fin des années 1990 autour du thème du gouvernement d'entreprise. Toutefois, à la différence de la création de l'ICGN, les investisseurs institutionnels sont ici accompagnés, dans leur effort d'engagement et de structuration, par les Nations Unies et sa direction environnementale, le PNUE. Il est intéressant de revenir en dernier lieu sur les modalités de positionnement de ces deux grandes catégories d'acteurs.

### **C) Les investisseurs institutionnels finaux et les Nations Unies : entre alliance stratégique et tendance sociétale de fond**

Les Nations Unies et les investisseurs institutionnels finaux ne possèdent pas exactement les mêmes motivations à agir et ne poursuivent pas non plus les mêmes buts dans le déploiement des principes de « l'investisseur responsable ». Pour les Nations Unies, le premier objectif est de promouvoir un développement économique s'insérant dans un respect du patrimoine social et environnemental de la planète. La vocation première des grands investisseurs institutionnels de la retraite, quant à elle, est de gérer les encours de leurs cotisants afin d'assurer à ces derniers les niveaux de retraite annoncés. L'organisation supranationale et ces investisseurs institutionnels se rencontrent et s'entendent néanmoins autour de la notion de responsabilité de l'investisseur.

Or, pour Micheletti<sup>566</sup> et les chercheurs s'insérant dans le courant de recherche du consumérisme politique, le terme de responsabilité est un terme clef et structurant de la théorie normative de la citoyenneté cosmopolite. Celle-ci souligne que la citoyenneté s'encastre aujourd'hui dans des questions de responsabilité plus large qu'autrefois, envers la nature, les générations futures et la société mondiale. La citoyenneté, jusque là définie comme

---

<sup>566</sup> Micheletti, M., 2004, « Une nouvelle forme de gouvernance transnationale », *Sciences de la Société*, n°62, p118-141, Editions PUM.

les droits des citoyens à adresser des demandes au gouvernement et à être protégé par celui-ci, se transforme en la responsabilité prise par toutes les personnes pour articuler les problèmes entre eux et pour participer activement à leurs résolutions. Dans cette théorie, circule de plus l'idée sous-jacente que les citoyens du Nord ont une responsabilité plus grande que les autres à se fonder sur cette nouvelle citoyenneté active et englobante pour travailler avec les institutions adéquates afin de contribuer au bien-être des générations présentes et futures.

Les Nations Unies ainsi que les quelques grandes organisations internationales comme la Banque Mondiale ou l'OCDE, semblent représenter aujourd'hui, dans les imaginaires collectifs, bien plus que les pouvoirs publics nationaux, les incarnations les plus abouties des forces positives du déploiement potentiel de nouvelles formes de gouvernance transnationale à même de favoriser l'affirmation de cette citoyenneté cosmopolite. Les grandes entreprises multinationales et les marchés financiers en seraient, notamment pour les acteurs de l'altermondialisation, le versant le plus négatif.

Or, ce sont ces acteurs des marchés financiers, et plus largement des espaces de la Finance, que les membres de L'ONU tentent ici d'amener à la prise de conscience de leur responsabilité de banquiers, d'assureurs, de gérants d'actifs et finalement, ce qui nous intéresse ici, d'investisseurs institutionnels finaux. C'est pourquoi, il est nécessaire, de notre point de vue, de s'interroger au final sur l'éventail des motivations qui amènent les grands investisseurs institutionnels à s'engager dans la constitution de la définition de leur responsabilité d'investisseur.

En répondant à l'invitation des Nations Unies à se rassembler et à mettre sur pied des principes de l'investisseur responsable, les investisseurs institutionnels s'inscrivent dans un faisceau de motivations qui déterminent leur passage à l'action.

Ils s'inscrivent, en premier lieu, dans cette tendance sociétale transversale de prise de conscience, par les acteurs privés, de leur responsabilité générale vis-à-vis des sociétés. Le fait qu'ils soient partis de la question ponctuelle de leur engagement dans l'ISR pour aboutir à une réflexion plus générale sur leur responsabilité globale d'investisseur en matière sociale, environnementale et de gouvernement d'entreprise, constitue un des signes qui démontre que cette catégorie d'acteurs, jusque là assez discrets, est traversée par cette aspiration. A la manière des entreprises avec le Pacte Mondial, certains de ces investisseurs institutionnels répondent à l'appel de l'organisation internationale, parce qu'il leur paraît nécessaire politiquement et philosophiquement de réfléchir aux conséquences sociales et

environnementales de leurs pratiques d'investissement. Ils estiment que des principes supérieurs devraient idéalement les guider, et qu'une organisation comme les Nations Unies est à même, par sa légitimité, d'être le berceau de ces principes. Pour certains d'entre eux, cette conviction est renforcée par leur positionnement dans leurs champs nationaux respectifs. En effet, certains de ces acteurs sont plus ou moins étroitement liés aux pouvoirs publics de leur pays d'origine. Ces pouvoirs publics nationaux peuvent les avoir chargés explicitement de remplir des missions d'intérêt général et leur avoir suggéré que la voie ouverte par l'investissement socialement responsable pourrait être intéressante à explorer.

Toutefois, cette conviction sur la primauté de leur responsabilité sociétale semble partagée, à des degrés divers, par les différents investisseurs institutionnels. D'autres semblent plus raisonner en fonction de leur identité de professionnels de la gestion d'actifs et de leur responsabilité politique vis-à-vis de leurs cotisants. Ils définissent leur première responsabilité comme celle de fournir les performances financières les plus satisfaisantes à leurs bénéficiaires finaux. Dès lors, l'intégration de préoccupations extra-financières dans leurs pratiques d'investisseurs ne peut se faire que dans le cadre de l'atteinte de cette performance financière.

Leur positionnement se rapproche, dès lors, de celui adoptés par la grande majorité des sociétés de gestion d'actifs. Leur engagement dans le domaine de l'ISR ne peut que se faire sous de strictes contraintes financières et non pas l'inverse, comme le pousseraient à l'envisager les partisans de la position précédente. Ces acteurs développent, pour appuyer leur position, des argumentaires sur la capacité des pratiques d'investissement socialement responsable à réduire le risque financier sur le long terme et éventuellement à augmenter, toujours sur le long terme, les performances financières. Partant, ils peuvent affirmer qu'il est de leur responsabilité d'investisseur de s'emparer de ces questions sociales et environnementales, qui pourraient potentiellement avoir un impact financier à long terme sur la création de la valeur actionnariale. La référence au long terme leur permet de passer à l'acte, sans avoir besoin d'avoir en main les preuves scientifiques pouvant étayer le postulat du lien positif entre performance financière et prise en compte des questions sociales et environnementales dans leurs pratiques d'investisseurs.

Ces deux positions sont diversement partagées par les premiers grands investisseurs institutionnels finaux, qui aujourd'hui se sont emparés de cette thématique. Dans les pays où la notion de responsabilité fiduciaire est inscrite dans la loi, la position de la primauté de la responsabilité financière est la plus fréquente, car les investisseurs institutionnels ne veulent

pas prendre le risque de déborder, sans actualisation préalable des réglementations nationales, du cadre d'action et de responsabilité qui leur a été assigné par le législateur. Pour contourner l'obstacle, il leur est nécessaire de se positionner sur une croyance officielle dans les effets positifs potentiels de l'ISR sur la performance financière. Paradoxalement, les partisans de la première position, celle de la primauté de la responsabilité politique sont plus prudents sur cette affirmation de la réelle capacité de l'ISR à produire une valeur financière ajoutée. Pour ces derniers, elle n'est pas centrale car la question de la responsabilité générale de l'investisseur déborde clairement leurs potentielles considérations de professionnels de la gestion d'actifs. Il s'agit d'une question d'ordre philosophique et moral qui mérite dès lors l'affirmation d'un positionnement politique.

Parallèlement à ce débat qui traverse tous les protagonistes de l'ISR ; il est important de souligner les motivations plus stratégiques qui peuvent animer ces grands investisseurs institutionnels finaux.

En premier lieu, créer et déployer ces principes constituent une façon d'asseoir leur responsabilité d'actionnaires et partant, leurs droits de propriétaires des entreprises. Dans la droite lignée des principes du gouvernement d'entreprise qui se diffusent sous leur impulsion à la fin des années 1990, les principes de l'investisseur responsable permettent de réaffirmer l'attachement des investisseurs institutionnels au respect du gouvernement d'entreprise, mais aussi aux nouvelles thématiques du social et de l'environnement.

De plus, affirmer leur attachement aux questions sociales et environnementales peut être vu, sans nul doute, comme un moyen de se débarrasser de la mauvaise réputation d'actionnaires, qui leur est souvent attribuée par certains courants de pensée et certaines opinions publiques nationales. Il s'agit ici de s'écarter de l'image de l'actionnaire prédateur et opportuniste, qui ne se soucie ni de la santé de l'entreprise à long terme, ni du bien-être des différentes parties prenantes de cette même entreprise, que sont les salariés, les fournisseurs, les consommateurs, la société civile et l'environnement naturel. Un terme ici est clef pour décrypter cette volonté, c'est celui de « long terme ». Les investisseurs institutionnels s'auto-définissent comme des investisseurs de long terme qui, à la différence d'autres acteurs de la gestion financière, n'ont aucun intérêt à s'engager dans des pratiques de spéculation boursière visant à profiter, sur le court terme, des opportunités de gains offertes par les marchés financiers et potentiellement destructrices de l'équilibre des marchés financiers.

Finalement, la participation et l'adhésion à ces principes socialement responsables sont à relier à la volonté de certains de ces acteurs de se distinguer des pratiques des autres



acteurs de l'industrie financière dont ils sont parfois les clients. Là aussi, la notion de long terme à une grande importance. Les crises boursières et les scandales financiers du début des années 2000 semblent avoir convaincu une part de ces acteurs, notamment aux Etats-Unis, que les différents acteurs de l'industrie financière n'étaient pas vraiment tournés vers la satisfaction de leurs attentes d'investisseurs de long terme, mais plus vers celle des intérêts des émetteurs et de la leur propre. A des degrés divers, le diagnostic se diffuse aujourd'hui, chez les acteurs des marchés financiers, que les sociétés de courtage et de gestion d'actifs sont structurellement amenées à privilégier une vision à court terme de la finance. Or, si dans les années 1990 les grands investisseurs institutionnels finaux participaient en plein à la diffusion de ces pratiques de court terme, une partie d'entre eux semble en être revenue. Pour certains, se positionner sur des principes d'investisseur responsable permettrait de peser de manière collective sur les acteurs de l'industrie financière, afin que soit entamée une réflexion sur la dimension temporelle des pratiques d'investissement.

Plus globalement, il semble que ces acteurs, encore jeunes, ressentent le besoin à la fois de se constituer en groupe de pression et de s'accorder sur des principes globaux visant à encadrer leurs pratiques d'investissement ; la crise boursière des années 2000 leur ayant fait prendre conscience de leurs statuts de colosses aux pieds d'argile.

Leurs motifs d'action pourraient ici être rapprochés des motivations qui ont amené certains producteurs de l'industrie viticole à appuyer la création de la loi de répression des fraudes de 1905<sup>567</sup>. Ces derniers font le constat du déséquilibre chronique entre les pouvoirs respectifs des consommateurs et des producteurs, qui incite certains producteurs à la fraude commerciale dont d'autres producteurs s'estiment être les victimes. Emerge alors, chez ces producteurs, l'idée d'une intervention publique qui serait à même d'encadrer la concurrence, de contrôler les nouveaux acteurs du commerce, et d'établir une réglementation capable à la fois de rétablir l'égalité professionnelle et de garantir les mécanismes naturels du marché. Par cette loi, les acteurs du privé vont faire surgir la notion et le marché de la qualité, qui devient au fil du temps un véritable enjeu concurrentiel.

Lors de la crise boursière des années 2000, les fonds de pensions et autres institutions financières gérant la retraite des épargnants salariés, se retrouvent en première ligne face à la détresse des bénéficiaires finaux, dont les conditions de survie lors du temps de la retraite peuvent reposer entièrement sur les versements assurés par les fonds de pension, à qui ils ont

---

<sup>567</sup> Canu, R, Cochoy, F, op.cit, 2004

confié leurs épargnes. Certains grands investisseurs institutionnels ont pu ressentir à cette époque un sentiment d'injustice. N'ayant pas directement participé à la grande fraude organisée par de nombreux acteurs de l'industrie financière, dont font partie certains fonds de pension, ces investisseurs institutionnels subissent de plein fouet les conséquences négatives d'un jeu de dupes qu'ils n'ont pas voulu ou pas eu conscience de jouer. Les dysfonctionnements des marchés financiers connus à cette époque leur font perdre à la fois de l'argent et la confiance de certains de leurs bénéficiaires finaux.

Leur engagement dans la rédaction de principes de l'investisseur responsable peut être aussi lu comme la volonté de faire pression sur le législateur et les organes réglementaires boursiers pour modifier des règles du jeu, règles du jeu considérées comme trop favorables à certains acteurs de l'industrie financière et pouvant pousser certains acteurs peu vertueux à des malversations, qui pourraient entamer la crédibilité de l'ensemble des acteurs en présence. Partant, cette motivation implicite peut entraîner les investisseurs institutionnels à faire émerger et à s'emparer de la notion de responsabilité élargie de l'investisseur.

La volonté de participer au mouvement de responsabilisation citoyenne des acteurs privés internationaux, mais aussi de redéfinir leur position d'actionnaires vis-à-vis des entreprises, de jouer sur leur positionnement dans les espaces de la finance pour augmenter leur pouvoir de pression sur les acteurs de ce champs, sont autant de motivations, dont nous n'avons peut-être pas épuisé les possibles. Ces motivations entraînent donc aujourd'hui la prise de parole collective de certains grands investisseurs institutionnels par la création et la publication officielle de principes de l'investisseur responsable.

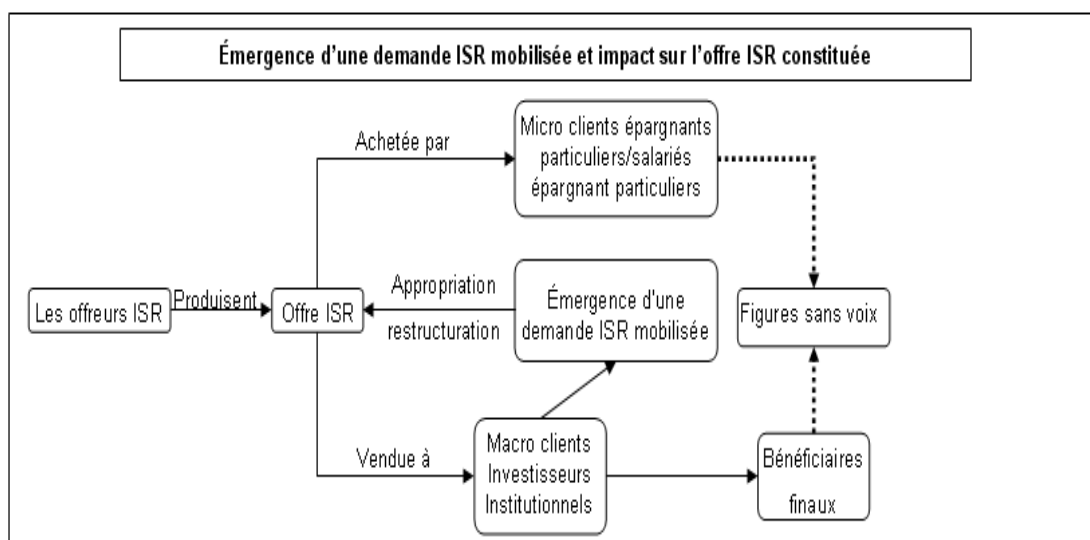
Les Nations Unies, en invitant ces acteurs à la réflexion et en associant leur légitimité à la production de ces principes font, pour leur part, avancer leur mission d'intérêt général. Un tel texte d'engagement se situe donc dans un entre deux un peu flou. Il emprunte clairement à l'autorégulation gérée par des instances professionnelles tout en s'appuyant sur la légitimité internationale d'une institution comme l'ONU. Il faudra observer, dans le futur, comment la production de ces principes pourra avoir un impact sur les pratiques des acteurs concernés et les régulations nationales en vigueur dans chaque pays.

Par leur engagement concret et par leur décision de se prononcer collectivement sur l'ISR, les grands investisseurs institutionnels finaux semblent aujourd'hui prêts dans différents pays à s'emparer, à une plus grande échelle et de manière plus marquée, des préoccupations et des pratiques initiées par les pionniers de l'ISR.

En France, où des signes clairs comme l'engagement officiel du FRR démontrent l'appropriation progressive de la thématique par les investisseurs institutionnels finaux, cela pourrait potentiellement se traduire par une reconfiguration des forces structurantes du système d'acteurs de l'investissement socialement responsable.

Jusque là, le champ de l'ISR se trouvait strictement porté par les offreurs, incarnés par les sociétés de gestion d'actifs. Entre 1999 et 2005, les offreurs ISR se concentrent essentiellement sur la volonté d'éveiller l'intérêt des investisseurs institutionnels qu'ils considèrent comme la cible de commercialisation la plus adaptée à ce type de produit. La clientèle des particuliers, elle, est loin d'être l'objet d'une même attention, les professionnels de la gestion d'actifs ne cherchant pas vraiment à adapter, ni même à réellement vendre leur offre ISR sur ses caractéristiques extra-financières à ces épargnants salariés particuliers dont les attentes se révèlent plurielles et éclatées.

Les investisseurs institutionnels finaux commencent aujourd'hui à porter un réel intérêt au champ, moins peut-être d'ailleurs par l'action des offreurs ISR, que par une reconfiguration et une montée en puissance de cette catégorie d'acteurs dans l'ensemble des pays développés, et ce pour des raisons qui débordent le strict cadre de l'ISR. Or, il est intéressant de constater que plus cet intérêt est marqué, plus ces investisseurs ont tendance à refuser les solutions que leur proposent les offreurs ISR. Ils entrent dès lors comme les fonds de réserve dont nous avons décrit l'engagement ISR, dans un processus d'appropriation créatrice. Ils combinent les stratégies d'action ISR et surtout, souhaitent les réinterpréter en fonction de leurs propres positionnements dans les espaces de la finance et par rapport à leurs propres définitions de leur responsabilité d'investisseurs finaux. Leur intérêt grandissant pour un exercice actif du droit de vote peut même laisser penser que la structuration de cette demande ISR, en France, pourrait aboutir à une exploration des stratégies plus engagées de l'investissement socialement responsable, à côté de celle très explorée du filtrage positif.



L'ISR semble donc sur le point d'entrer en cette fin 2005 dans une nouvelle phase de sa construction sociale. Si l'offre a jusqu'ici fortement modelé les contours de ce champ, il semble aujourd'hui que la demande ISR, incarnée par les macro-clients institutionnels pourrait s'approprier de façon créatrice les premières trouvailles des offreurs. Cette structuration, en France, d'une demande puissante et organisée, jusqu'ici assez peu déterminée et plutôt insaisissable, pourrait potentiellement avoir un impact sur la définition et le déploiement des pratiques de commercialisation et de compte rendu, encore balbutiantes des offreurs, mais aussi et surtout sur les choix généraux qu'ils peuvent faire en terme de construction sociale de leur offre ISR.

De plus, certains investisseurs institutionnels pourraient faire le choix, à terme, d'internaliser plus fortement la gestion ISR, en passant directement par les fournisseurs d'informations extra-financières et non par les sociétés de gestion. Paradoxalement, les offreurs ISR, qui ont souhaité et poussé cet engagement des investisseurs institutionnels considérés comme la principale cible de commercialisation de cette offre, pourraient au final se sentir en partie dépossédés de leur innovation par cette catégorie d'acteurs, qui souhaitent aujourd'hui se comporter vis-à-vis de ces prestataires de service en clients proactifs.

En revanche, la demande ISR, incarnée par les épargnants particuliers et à la fois plurielle et fragile, ne paraît pas pouvoir aujourd'hui être identifiée comme une force conséquente de proposition et de pression dans ce champ. La structuration des dispositifs d'épargne retraite et d'épargne salariés passant par le cadre de l'entreprise et l'implication des organisations syndicales, pourrait néanmoins dans le futur

constituer des pistes potentielles de mobilisation et d'organisation de cette demande. De plus, il faut rappeler qu'une majorité des investisseurs institutionnels impliqués dans la gestion de la retraite placent de l'argent sur les marchés financiers, non pas pour leur propre compte mais pour des cotisants particuliers. On peut imaginer que l'engagement des premiers serait à même d'accélérer la prise de conscience des derniers, si les investisseurs institutionnels font, à la différence de nombreuses sociétés de gestion en France, le choix d'être, dans les temps futurs, véritablement transparents et de communiquer avec leurs épargnants cotisants finaux sur leur engagement dans l'ISR, au nom d'une vision élargie de leur responsabilité d'investisseur. L'exemple du Fond de Réserve des Retraites, qui jusqu'ici a été très transparent sur son engagement dans l'ISR, semble ouvrir cette voie.

Toutefois, il faut souligner ici que l'entrée dans le champ de l'ISR en France de certains des grands investisseurs institutionnels s'est faite certes avec l'aval des pouvoirs publics et de la consultation des représentants des salariés et des employeurs, mais sans forcément consultation préalable et démocratique des bénéficiaires finaux. Ces derniers, pour qui finalement l'ensemble des actions est mené, restent ici en bout de chaîne. Ce sont des figures qui n'ont guère voix au chapitre et dont la mobilisation n'est pas encore particulièrement favorisée. Prendront-ils un jour la parole et agiront-ils un jour consciemment par la voix de l'action collective individualisée ? Cela semble encore très difficile à pronostiquer même si l'engagement progressif des investisseurs institutionnels finaux et non plus seulement des acteurs de l'offre ISR peut être lu comme une voie potentielle d'ouverture démocratique à la prise de parole des épargnants actionnaires citoyens.



## CONCLUSION :

---

### **De la construction sociale de l'offre ISR en France à l'interrogation sur la responsabilité des détenteurs finaux de l'épargne : retour sur les conditions d'émergence d'une épargne et d'un capitalisme politique.**

« La seule manière de pérenniser l'économie mondiale en ce début de siècle, c'est d'impliquer les détenteurs de l'épargne dans la supervision des décisions à long terme des emprunteurs et des entreprises, comme dans celle des intermédiaires financiers auquel ils délèguent la gestion de l'épargne. Faute de quoi l'économie mondiale s'exposera soit à une nouvelle crise lorsque les risques cachés qui permettent les rendements élevés éclateront au grand jour, soit au déclin tendanciel de la rentabilité et de la croissance si les investissements qui produisent de la productivité à long terme ne sont plus réalisés. Si le capitalisme est menacé c'est toujours par ses propres excès. »

Patrick Arthus et Marie-Paule Virard, 2005<sup>568</sup>

Voici la fin d'un travail d'enquête de terrain, d'analyse et de rédaction qui aura duré plus de trois ans. Le pari que j'ai fait ici est de donner une analyse sociologique d'un mouvement en voie de structuration dans le monde depuis une vingtaine d'années, l'ISR, en m'intéressant à un pays précis, la France, à un moment précis les années 2001 à 2005 et une catégorie particulière d'acteurs dans ce champ : les sociétés de gestion qui offrent alors à ce moment sur le marché français de la gestion d'actifs des produits financiers présentés comme socialement responsables.

L'objectif, que j'espère avoir tenu, était de donner à voir à partir de cet angle d'observation les étapes de la construction sociale d'une offre professionnelle de produits financiers présentant des caractéristiques et des exigences à caractère politique. Partir des sociétés de gestion, ces actrices de l'offre qui produisent et commercialisent ces fonds ISR a ainsi amené à analyser les relations qui se nouent entre ces sociétés de gestion et une série d'autres grandes catégories d'acteurs présents dans le système d'action concret du champ de l'ISR et y occupant des positions précises : les entreprises qui émettent des actions et des obligations sur les marchés financiers que les sociétés de gestion vont acquérir, en partie en fonction d'exigences socialement responsables et sur lesquelles elles vont parfois tenter d'exercer une pression pour une prise en compte accrue des questions sociales, environnementale et de gouvernement d'entreprise ; les fournisseurs d'information extra-financières sans lesquels le jugement extra-financier porté par les acteurs des sociétés de gestion sur les entreprises n'aurait pu se systématiser et se sophistiquer si rapidement en l'espace de quelques années et les observateurs de l'ISR (médias généralistes et

---

<sup>568</sup> Artus, P, Virard, M-P, 2005, *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, Editions la Découverte Paris, p 8.

professionnels, centres de recherche professionnel, chercheurs académiques, activistes et militants) qui en mesurant et en qualifiant le champ de l'ISR le font exister dans les espaces médiatiques et auprès de l'opinion publique alors qu'il s'agit au final en terme de poids financier réel d'un mouvement très marginal.

Nous aimerions ici proposer une synthèse transversale de l'ensemble des thématiques abordées lors des différents chapitres en revenant sur les trois grandes interrogations que nous nous proposons de suivre lors de l'introduction de ce travail, interrogations qui elles même s'appuyaient sur trois grandes sources d'inspiration sociologiques.

La première de ces interrogations consistait à un questionnement sur la place de ce mouvement de l'investissement socialement responsable dans le champ plus large de l'industrie financière. L'ISR s'insérait-il dans cette espace et selon quelles modalités ? Nous tenions aussi à déterminer en quoi les travaux aujourd'hui pionniers en sciences sociales sur les espaces de la Finance pouvaient être utilisés et liés dans notre analyse de ce mouvement plus souvent abordé par les chercheurs par le flanc de sa dimension extra-financière qu'à travers son potentiel encastrement dans les espaces de la Finance.

Sur ce point, le travail mené nous permet aujourd'hui de conclure qu'il est véritablement heuristique, pour comprendre l'ensemble des enjeux qui traversent l'ISR en France, de prendre acte de son enracinement dans le champ plus large de l'industrie de la Finance et plus particulièrement dans celui de la gestion d'actifs même s'il en déborde en partie par son attachement affiché aux conséquences sociales et environnementales des placements financiers sur l'économie réelle et l'ensemble des parties prenantes (actionnaires, salariés, clients et fournisseurs, environnement naturel, sociétés civile) de l'entreprise. Mais cet ancrage dans la thématique montante et parfois fourre-tout du développement durable ne doit pas pour autant dissimuler l'encastrement des acteurs de l'ISR dans ce champ circonscrit de l'industrie financière.

Ainsi, l'analyse extra-financière et la profession d'analyste ISR ou extra-financier, qu'elles se pratiquent en agence d'analyse et de notation extra-financières ou au sein des sociétés de gestion, se sont d'abord construites en empruntant, par le biais d'une logique de captation sémantique, la légitimité du métier d'analyste financier et du champ de l'analyse financière. Si aujourd'hui les recherches menées permettent de statuer qu'il s'agit de métiers au fonctionnement bien distinct, les standards et la légitimité de l'analyse financière n'en restent pas moins des horizons à atteindre pour les acteurs de l'ISR. Il n'en est pas pour autant aisé de définir si l'analyse et l'information extra-financière qui s'est construite au départ à la



fois pour compléter et contre l'information financière s'y fondera. Les débats qui agitent les acteurs de l'ISR sur la structuration de l'information extra-financière et de ces nouveaux métiers de l'analyse et de la gestion extra-financière ne prennent donc leur épaisseur que si on les observe au prisme de l'histoire et le contenu de l'analyse financière. Les mutations rapides connues par l'industrie de la gestion d'actifs ces quinze dernières années en France, l'exploration des pratiques financières de ces professionnels de la gestion d'actifs se distinguant par des styles de gestion, des objectifs et des contraintes d'investissement précises, permettent par ailleurs de mieux saisir les modalités pratiques de l'intégration des critères extra-financiers dans les process de gestion traditionnelle. Les critères extra-financiers sont ainsi plus greffés que véritablement intégrés dans le processus de sélection financière. Et les liens entre performance financière et considérations extra-financières sont encore souvent difficiles à articuler pour ces professionnels de la gestion d'actifs qui se lancent dans ce champ nouveau de l'ISR avec des motivations et des voies d'entrée assez différenciées.

Par ailleurs, ce travail sur les liens entre champ de l'ISR et de l'industrie de la gestion d'actifs nous a aussi permis d'identifier de façon générale les forces en présence (épargnants particuliers, investisseurs institutionnels finaux, professionnels de la gestion d'actifs) et les enjeux inhérents à la gestion d'actifs, dont l'indépendance et la montée en puissance économique et politique par rapport aux autres activités financières et bancaires sont relativement récentes et fragiles. Si ces investisseurs et les intermédiaires financiers à leur service, débiteurs ou actionnaires, et par conséquent, propriétaires des entreprises sont censés faire la pluie et le beau temps sur les marchés financiers, ils apparaissent comme des acteurs finalement assez peu expérimentés et non coordonnés<sup>569</sup>. Certains de leurs comportements peuvent assurément prêter à la critique mais leur diabolisation excessive, fortement répandue chez les courants altermondialistes mais aussi chez certains acteurs du capitalisme<sup>570</sup> ou

---

<sup>569</sup> Duval G, 2003, « L'imaturité des marchés financiers » in *Le Libéralisme n'a pas d'avenir, Big business, marchés et démocraties*, Editions la découverte, Paris.

<sup>570</sup> Peyrelevade, J, 2005, *Le capitalisme total*, Edition Seuil, la République des idées, Paris. Tout en offrant des éléments très intéressants sur la structuration de l'actionnariat mondial à base de données chiffrées, l'auteur, ex-patron du Crédit Lyonnais se livre à une description des plus apocalyptiques du pouvoir de ces actionnaires sur l'économie mondiale « Le capitalisme moderne est ainsi constitué en une gigantesque société anonyme, une redoutable pyramide de structure également anonymes. Trois cent millions de propriétaires en forment la base. Citoyens ordinaires des pays riches, assurés de leur légitimité politique aussi bien que sociale, ils préparent leur retraite en capitalisant l'épargne. Une bonne moitié de celle-ci est confiée à quelques dizaines de milliers de gestionnaires, professionnels dont le métier consiste à faire prospérer les économies qui leur sont confiées. Fort des munitions ainsi rassemblées dans leurs mains (15 milliards de dollars), ils imposent leurs vues aux dirigeants de quelques milliers d'entreprises cotées qui ne sont plus que les serviteurs dévoués d'une machinerie irrésistible et censurent les rebelles. » p 53

encore chez de nombreux universitaires, doit être maniée en effet avec la plus grande prudence.

Car ces détenteurs finaux de l'épargne, qui par l'achat d'actions se retrouvent avec le statut d'actionnaires, qui sont-ils? Les plus puissants d'entre eux, en terme de poids financier global, et ce phénomène s'accroîtra probablement avec la massification des solutions de financement de la retraite par capitalisation, ce sont les citoyens plutôt âgés des pays riches développés, issus des classes moyennes et supérieures qui font le choix d'épargner leur argent en le plaçant sur des produits financiers. Or ces derniers sont souvent peu au fait des droits et des devoirs potentiels dont ce statut d'épargnant individuel les dotent. Qui représente ces acteurs largement atomisés? Des professionnels de la gestion d'actifs œuvrant soit directement pour les épargnants individuels soit pour des investisseurs institutionnels comprenant des représentants des pouvoirs politiques et des forces syndicales mais qui, jusqu'à très récemment, identifiaient uniquement leur mission à celle de la fructification du profit sans réelle prise en compte des enjeux et des conséquences politiques de leurs actions sur les marchés financiers. L'étude du mouvement de l'ISR amène à analyser les pratiques et les représentations d'acteurs qui, par le biais de la question de la responsabilisation sociale et environnementale de l'épargnant, proposent et tentent de construire une nouvelle figure de l'actionnaire. Mais nous y reviendrons plus tard.

La deuxième interrogation, elle, portait sur l'apport d'un tel travail de recherche sur les questions soulevées notamment par la sociologie du marché en terme de normalisation et de qualification de ce nouveau marché de l'ISR devant théoriquement mettre en rapport une offre de produits financiers socialement responsables avec une demande d'épargnants particuliers et d'investisseurs institutionnels. Les concepts de calcul et de qualcul<sup>571</sup> (Cochoy, Callon), de standardisation et de normalisation (Cochoy) et de dispositifs de jugement (Karpik) se sont révélés ici très utiles pour décrire, analyser et interpréter les mécanismes à l'œuvre dans le déploiement de cette offre de produits financiers socialement responsable au sein de l'industrie de la gestion d'actifs.

Le marché de l'ISR en France dans la période de temps où s'est déroulée l'enquête reste un espace dominé par les offreurs, c'est-à-dire les sociétés de gestion et leurs

---

<sup>571</sup> Cette notion rend compte de la façon dont le consommateur s'appuie sur des données qualitatives et pas seulement chiffrées pour prendre ses décisions tout en respectant une certaine forme de rationalité. Ce concept ne se limite toutefois pas à l'étude du consommateur, il s'applique aussi à l'autre côté du marché pour rendre compte de la façon dont les producteurs influencent l'instrumentation du consommateur. Il englobe aussi tous les intermédiaires qui contribuent à façonner et à orienter le marché comme les organismes de certification.

fournisseurs d'information extra-financières. Les produits financiers ISR mis sur le marché sont fortement marqués par les pratiques et les représentations propres à l'ensemble de ces acteurs qui sont au fondement de cette innovation dans le champ de la gestion d'actifs.

Nous avons pu toutefois constater que cette offre en l'état actuel connaît certaines difficultés à rencontrer sa demande. Notre hypothèse, avant d'entamer ce travail de recherche, était que cette situation s'expliquait par une absence ou du moins un manque de structuration forte de cette demande. Or l'enquête de terrain nous a permis de saisir l'émergence d'une demande de plus en plus structurée provenant des certains grands investisseurs institutionnels français, impliqués dans le financement de la retraite, dont les exigences en matière socialement responsable ne coïncident pas exactement avec les propositions actuelles de l'offre.

Plus généralement, il a été possible d'observer le rôle clef des intermédiaires de marché dans le travail de rapprochement de cette offre de cette demande. Des structures d'observation et de promotion professionnelles de cette nouvelle forme d'investissement comme Novethic ou l'Eurosif, qui constituent de véritables entrepreneurs institutionnels légitimant et tirant leur légitimité de ce travail de légitimation du champ de l'ISR sont fortement impliquées dans la création de dispositifs de calcul, de qualification et de jugement permettant de décrire et de rendre intelligible et crédible cette offre ISR sur les espaces publics et médiatiques, dans l'espoir à terme de drainer une demande de plus en plus massive vers ce type de produits.

Ces intermédiaires du marché de l'ISR ne remplissent cependant que partiellement la tâche qu'ils se sont impartie en raison des faiblesses de la normalisation, voire même de la standardisation en cours dans ce champ. En France, les professionnels de la gestion d'actifs ISR et leurs fournisseurs d'information extra-financière sont plutôt absorbés dans une course à la concurrence pour s'installer durablement sur un marché encore très étroit et où la rentabilité économique est loin d'être assurée. Ils défendent plutôt fortement le principe de l'autorégulation qui leur garantit une liberté d'action sur marché jugé comme encore trop jeune et en voie de construction pour être encadré par des règles de conduite précises. Il n'existe donc pas à l'heure actuelle de procédures professionnelles reconnues de standardisation des métiers de l'ISR et de l'information extra-financière. Les instances internationales de normalisation jusqu'ici absentes commencent, elles, à s'emparer de la question de la forme et des contenus de l'information extra-financières mais sont plus orientées vers une réflexion générale sur la responsabilité sociale de l'entreprise que sur la thématique de l'investissement socialement responsable. Quant aux pouvoirs publics

nationaux, européens et internationaux, la tendance est plutôt à l'incitation indirecte et amicale au développement de ce champ qui séduit par sa défense des aspects sociaux et environnementaux sans qu'on puisse parler d'une volonté réelle d'encadrement des pratiques par la loi et d'un engagement assumé en la matière.

La troisième interrogation se cristallisait sur la possibilité d'interpréter l'émergence de ce champ de l'ISR en France comme celle de la structuration d'une forme de production à caractère politique s'insérant dans un mouvement plus large de construction d'une consommation politique qui commence à être décrite et analysée par certains chercheurs qui prennent pour objet de recherche les espaces de la consommation (Micheletti, Glickman, Cochoy, Chessel<sup>572</sup>).

Les concepts, développés par Hirschman<sup>573</sup> et utilisés par Micheletti<sup>574</sup>, de défection, de prise de parole et de loyauté, complété par Cochoy<sup>575</sup> par la notion d'adhésion permettent d'éclairer de façon heuristique les mécanismes à l'œuvre dans les pratiques des offreurs ISR en France. Ces derniers, à travers la pratique du filtrage positif des valeurs, sont très fortement centrés sur le mécanisme de l'adhésion, et à la marge sur ceux de la défection et de la prise de parole, qui s'incarnent dans les pratique du filtrage négatif, du désinvestissement et de l'activisme actionnarial.

L'analyse des pratiques des acteurs des sociétés de gestion et de manière plus ponctuelle de celles de leurs fournisseurs d'information permet de constater les difficultés et les tensions qui sont à l'œuvre dans la construction et la mise sur le marché d'une production dont les caractéristiques débordent les cadres socio-cognitifs usuels des professionnels de la gestion. Même si théoriquement, il est nécessaire d'affirmer qu'il n'existe pas un intérieur marchand, terrain de jeu des acteurs économiques et un extérieur politique aux mains des pouvoirs publics et de la société civile<sup>576</sup>, ces frontières sont en partie présentes dans les topographies conceptuelles des professionnels de la gestion d'actifs. Ils ont par exemple encore des réticences fortes à mettre en place et à déployer un jugement extra-financier sur les

---

<sup>572</sup> *Sciences de la Sociétés*, 2004, Autour de la consommation engagée, n°62, Editions PUM.

<sup>573</sup> Hirschman, A, O, 1995, *Défection et prise de parole*, Fayard, Paris.

<sup>574</sup> Micheletti, M, 2003, *Political Virtue and Shopping: Individuals, Consumerism and Collective Action*, Hardcover, Palgrave Macmillan.

<sup>575</sup> Cochoy F, 2004, « Note de lecture sur Michele Micheletti, *Political Virtue and Shopping Individuals*, Consumerism and Collective Action », *Sciences de la Société*, n°62, Presse Universitaire du Mirail.

<sup>576</sup> Chessel M-E, Cochoy, F, 2004, « Autour de la consommation engagée, enjeux historiques et politiques », *Sciences de la Société*, n°62, 2004, PUM.

pays considérés comme des entités éminemment politiques quand l'application d'un tel jugement sur les entreprises fait aujourd'hui plus largement consensus.

Celles-ci sont plus facilement identifiées comme des simples acteurs économiques que les sociétés de gestion sont légitimes à juger à la fois sur les plans financiers et extra-financiers. Toutefois, l'analyse extra-financière des pays commence à structurer, preuve même, que les frontières des marchés sont labiles et objets de redéfinitions incessantes.

Par ailleurs, les modalités de la construction de cette nouvelle forme de production politique sont influencées par la façon dont les acteurs des marchés s'engagent dans cette voie. Si les sociétés de gestion ont fait généralement en France preuve individuellement d'une forte capacité d'innovation en matière d'offre ISR, les acteurs y œuvrant sont souvent jaloux de leurs propres découvertes et sont très réticents à débattre avec les médias, les observateurs professionnels et même avec leurs clientèles, des options pratiques et de la philosophie générale qu'ils ont pris en matière d'exigences socialement responsables. Ils semblent craindre ici que l'accessibilité et l'universalité des thématiques sociales et environnementales entraînent des demandes incongrues et non réalistes du point de vue de la logique de la gestion d'actifs et de la performance financière qu'ils sont en charge d'incarner et d'atteindre. Certains ont ainsi tendance à dévoiler le moins possible de manière spontanée, obéissant ici au vieux précepte du « pour vivre heureux, vivons cachés ». Or, qu'il s'agisse des mouvements de la RSE, de développement durable ou d'ISR, une des valeurs la plus favorisée par ces courants est celle de la transparence. Le doute ne peut alors que souvent subsister chez les observateurs professionnels, les médias voire certains clients sur le degré d'exigence socialement responsable et l'authenticité des démarches ISR entreprises par des sociétés de gestion qui ont parfois, malgré leur culture de service aux investisseurs, des réelles difficultés à s'ouvrir aux interrogations et exigences extérieures qui ne cadreraient pas avec leur propre logique de professionnels de la gestion d'actifs. Il est toutefois à noter que jusqu'ici ces demandes se sont révélées en général assez faibles et peu structurées.

L'encastrement dans les métiers de la gestion d'actifs joue fortement. Il est certes important de prendre en compte les exigences sociales et environnementales potentiellement exprimées par les clientèles. Néanmoins, il est difficilement envisageable que celles-ci prennent le pas, voire modèlent la forme finale des processus de gestion financiers mis en place de façon générique par les sociétés de gestion. Ces exigences restent donc dans la plupart des cas des contraintes réelles mais assez légères sur les décisions finales d'investissement. Cela rend, au final, peu évident la différenciation extra-financière concrète des fonds ISR par rapport aux fonds classiques.

La réticence des sociétés de gestion à s'engager dans un activisme actionnarial focalisé sur la mise sous pression des entreprises propre à l'ISR américain et dans une moindre mesure britannique est aussi à relier aux pratiques usuelles des professionnels de la gestion d'actifs en France. Ceux-ci faisant en majorité partie de grands conglomérats bancaires, paraissent généralement peu enclins à émettre de façon publique leurs désaccords face aux directions d'entreprises, par crainte, semble-t-il, de se trouver au sein de conflits d'intérêts engageant leurs propres hiérarchies et les directions d'entreprises, et de devoir gérer une pression pouvant se retourner contre eux s'ils n'étaient pas soutenus par leur propre organisation. En effet les sociétés de gestion étudiées sont en majorité les filiales de gestion d'actifs d'un groupe multi activités. Ces dernières sont censées, en vertu de leur indépendance acquise, prendre leurs décisions d'investissement en fonction de l'intérêt des seuls porteurs de parts. Mais le risque d'entrer en conflit éventuel avec l'activité de la banque commerciale et de la banque d'investissement dont les principaux clients sont les entreprises semble être très prudemment pesé par les acteurs de la gestion d'actifs socialement responsable. Selon les thèmes sociaux et environnementaux à défendre, ces derniers ne jugeront pas toujours pertinent d'entrer en conflit potentiel avec leur organisation qui pourrait désapprouver leur volonté de se séparer d'un titre ou de désapprouver la stratégie managériale d'une entreprise par l'exercice de son droit de vote alors que d'autres métiers du même groupe, sont engagés dans des relations commerciales très étroites avec ladite entreprise.

Malgré ces difficultés et les écueils propres à la mise sur le marché de cette production politique qui entraînent les acteurs de la gestion d'actifs à emprunter des chemins jusqu'ici inexplorés, force est de constater que les organisations observées du côté de l'offre sont traversées par cette aspiration à une responsabilisation accrue des acteurs du marché dans cet idéal de citoyenneté internationale et cosmopolitique décrite par des auteurs comme Micheletti<sup>577</sup> ou Beck<sup>578</sup>. Il est à noter ici que de nombreuses sociétés de gestion font elles-mêmes partie de conglomérats bancaires plus vastes qui sont, en tant qu'entreprises, engagées sur le respect du développement durable dans l'ensemble de leurs métiers. Et si cette aspiration a encore du mal aujourd'hui à irriguer dans l'ensemble de la chaîne de commercialisation des fonds ISR notamment auprès des particuliers via les conseillers clientèles, elle est théoriquement présente en amont.

---

<sup>577</sup> Micheletti, M, 2003, *Political Virtue and Shopping: Individuals, Consumerism and Collective Action*, Hardcover, Palgrave Macmillan.

<sup>578</sup> Beck, U, 2002, *Pouvoir et contre pouvoir à l'ère de la mondialisation*,

L'enquête de terrain nous a permis de découvrir que cette aspiration à une responsabilité citoyenne que jusqu'ici nous trouvions très peu partagée par une demande assez molle en regard de la réactivité et du dynamisme de l'offre semble en voie de pénétration et de diffusion chez ses acteurs les plus organisés : les investisseurs institutionnels finaux. Ces derniers pour qui les sociétés de gestion, étudiées ici, sont des prestataires de service plus ou moins intégrés dans un groupe d'appartenance plus larges, sont le plus souvent des organisations hybrides mêlant en leur sein des techniciens de la gestion d'actifs, des représentant des pouvoirs publics et des forces syndicales qui s'emparent de la thématique de l'investissement socialement responsable pour redéfinir leur mission de financement des retraites de certains bénéficiaires finaux. Le Fonds de Réserve des Retraites est le premier acteur de ce type en France à s'être jeté officiellement dans la brèche. Il vient d'être rejoint en cette fin 2005 par l'Etablissement de retraite additionnelle de la Fonction publique (ERAFP), crée depuis peu, qui vient d'annoncer publiquement son intention de gérer l'ensemble de ses actifs sous forme ISR<sup>579</sup>.

Cette tendance est loin d'être propre à la France et s'inscrit dans un contexte plus large de massification du recours aux solutions de financement des retraites par la capitalisation. Ce mouvement entraîne une montée en puissance de grands investisseurs institutionnels au-delà même du continent nord américain, dont la décision politique d'opter massivement pour la retraite par capitalisation date elle des années 1970, ce qui explique aujourd'hui la place de ces acteurs américains sur les marchés financiers. Or une partie de l'opinion publique et de la société civile, et notamment en France, semble être hostile à cette solution et à toute forme d'engagement des citoyens et des salariés dans le capital des entreprises, même si l'attrait marqué des français pour l'épargne mobilière et le succès de l'introduction en Bourse d'EDF en début 2006 auprès des épargnants particuliers, démontrent toutefois d'une certaine schizophrénie ambiante. Les fonds de pensions, les actionnaires ont plutôt mauvaise réputation. Ils sont souvent pointés du doigt, en raison de leur appétit du gain financier à court terme, comme les principaux coupables avec les dirigeants des grandes entreprises mondiales, des effets pervers de la mondialisation économique et financière que la planète peut aujourd'hui connaître.

Le mouvement de l'investissement socialement responsable par sa volonté de promouvoir la figure d'un actionnaire ou plus largement d'un détenteur de capitaux adoptant une vision à long terme et se préoccupant de manière large des conséquences économiques,

---

<sup>579</sup> [http://www.erafp.com/ca/charte\\_ISR.pdf](http://www.erafp.com/ca/charte_ISR.pdf), en annexe voir la charte de l'ISR de l'ERAFP.



sociales et environnementales de son action de placement devient un idéal séduisant pour une partie de ces investisseurs institutionnels qui s'auto définissent comme des acteurs travaillant sur le long terme plutôt que le court terme et veulent échapper à la vision néfaste véhiculée dans le sens commun de l'impact sociétal de leur action sur les marchés financiers. L'ISR, notamment pour les acteurs syndicaux présents dans ces structures, commence donc en France à être identifié comme un levier potentiel d'action et de pression sur les directions d'entreprise pour faire du capital l'allié du travail et des salariés. Ce positionnement nécessite alors un abandon souvent difficile et controversé au sein des centrales syndicales de la vieille opposition entre capital et travail et d'une dédramatisation du statut et des pouvoirs de l'actionnaire.

C'est pourquoi, finalement nous faisons l'hypothèse que nos travaux, en plongeant au cœur de la mise en place concrète de nouveaux dispositifs de justice par les acteurs capitalistes via la construction sociale du mouvement de l'ISR, peuvent aussi constituer un apport intéressant pour la structuration d'une sociologie critique appelée de leurs vœux par Luc Boltanski et Eve Chiapello dans *l'Esprit du capitalisme*.

La théorie fortement stimulante de l'exploitation des immobiles par les mobiles proposée par ces deux auteurs se propage aujourd'hui très rapidement. Leurs travaux, comme ceux de certains membres de l'Ecole des Conventions (Boyer, Aglietta) qui préviennent depuis quelques années des potentielles dérives du capitalisme financier, semblent aujourd'hui irriguer les ouvrages d'auteurs faisant partie du sérail des acteurs du capitalisme, chez les plus récents Jean Peyrelevade ou d'économistes au positionnement plus classique tel Patrick Artus. Ces ouvrages sortis à la fin 2005 proposent des critiques en règle du fonctionnement d'une économie capitaliste en voie d'autodestruction. Les acteurs du capitalisme seraient-ils en train de digérer la critique qui leur est faite et de proposer avec plus ou moins de sérieux la recherche de nouvelles solutions plus justes et cohérentes? Si Peyrelevade au final ne propose pas grand-chose si ce n'est une mainmise plus forte des pouvoirs publics sur les marchés financiers, la proposition d'Artus et Virard d'impliquer les détenteurs de l'épargne dans la supervision des décisions à long terme des emprunteurs et des entreprises et d'inciter tous les acteurs concernés à prendre leur responsabilité nous apparaît comme plus féconde.

En effet, le mouvement de l'investissement socialement responsable pourrait bien être entraîné, si les investisseurs institutionnels finaux s'emparent avec sérieux et en nombre de cette thématique, à se positionner sur la nécessité de l'implication politique sur le long terme

des détenteurs de l'épargne dans la marche de l'économie capitaliste. Les investisseurs institutionnels, par leur appropriation de la philosophie de l'ISR, devraient ainsi éventuellement dépasser l'horizon de la simple accumulation du profit à court terme pour s'interroger sur la physionomie qu'ils ont aujourd'hui collectivement le pouvoir de donner à l'environnement économique, social et environnemental dans lequel nous sommes tous amenés à évoluer. S'ils endossaient réellement les responsabilités politiques que la nouvelle configuration économique leur donne, l'orientation du capitalisme financier pourrait en être considérablement changée.

Mais ils ne doivent pas et ne peuvent être seuls à assumer leurs responsabilités. Les pouvoirs publics nationaux et internationaux doivent être des forces d'incitation à la prise de responsabilité des investisseurs institutionnels finaux et des professionnels de la gestion d'actifs. Il serait aussi utile que les pouvoirs publics et les organisations de la société civile déploient un effort d'éducation et de prise de conscience des épargnants individuels qui sont aujourd'hui encore très rares à s'interroger sur les conséquences de leurs actes individualisés d'épargne. Si les consommateurs commencent, à côté de la question du prix, à s'interroger depuis quelques années sur la qualité et les rapports de production qui se cachent derrière les produits et les services qu'ils acquièrent, l'épargnant reste très souvent strictement rivé sur la question du gain financier fourni par les marchés financiers. L'épargnant a des droits mais il a un certain nombre de devoirs qui ne lui sont guère aujourd'hui rappelés ni par les pouvoirs publics ni par les professionnels de la gestion qui préfèrent souvent présenter la Bourse aux épargnants particuliers comme un espace de plus value financière quasi garantie ne les engageant en rien en retour.

Faut-il dès lors comme le préconisent les tenants les plus durs de l'altermondialisation pour les épargnants particuliers de se détourner strictement et simplement des marchés financiers pour aller vers la Finance solidaire ? La proposition ne semble guère réaliste car structurellement les citoyens des pays développés faisant partie des classes moyennes et supérieures sont entraînés à travers les dispositifs collectifs et individualisés de prévoyance, de retraite et d'assurance vie à placer leur épargne via les professionnels de la gestion d'actifs sur des produits financiers collectifs.

Si l'on est vraiment contre les marchés financiers et la puissance des grands groupes multinationaux, il est dès lors peut-être plus efficace comme l'activiste américain Max Keiser<sup>580</sup> de commencer à utiliser les mécanismes du marché contre lui-même. Ici, la fin justifie les moyens. Max Keiser, ancien trader converti à la RSE, convainc les investisseurs d'emprunter une action d'une multinationale donnée à une banque ou une société de courtage, qui la vendent à un certain prix, puis la rachètent à un prix inférieur pour réaliser des bénéfices et rembourser l'emprunt initial. Lorsque le titre de l'entreprise baisse, la position de ce type de fonds augmente à très court terme. S'ils disposent de suffisamment d'informations indiquant que les ventes de la société continueront à chuter, les investisseurs se défont alors de leurs positions à plus long terme et enregistrent des bénéfices. Quant au titre de la multinationale, il continue à plonger encore en Bourse. Les bénéfices ainsi récoltés devront être redistribués aux «victimes» de la multinationale. Max Keiser, propose ainsi aux activistes désargentés de monétiser leur ressentiment vis-à-vis des grandes multinationales et de tenter de déstabiliser les firmes les plus critiquées en utilisant les mécanismes de la finance spéculative. Il vient peut-être, après Saul Alinsky<sup>581</sup> et l'outil de l'activisme actionnarial d'inventer la nouvelle arme de déstabilisation des grandes entreprises aux mains des activistes les plus virulents.

Toutefois, activiste ou pas, le citoyen aisé des pays développés n'a aujourd'hui pas vraiment d'autres solutions que de regarder cette réalité de l'épargne en face et de commencer à s'interroger sur les conséquences de ses actes de consommateur et d'épargnant s'il souhaite que les représentations qu'il porte sur le monde coïncident autant que possible avec ses pratiques et qu'elles soient relayées par des acteurs du marché, au final déjà étonnamment proactifs sur ces questions et des pouvoirs publics, efficaces diffuseurs d'idées sur ces thématiques mais qui pourraient aller plus loin dans leur soutien et leur encadrement des pratiques.

---

<sup>580</sup> Novethic, 2005, "Stop Killer Coke relance l'activisme contre Coca", <http://www.novethic.fr/>

Site de Max Keiser : <http://www.karmabanque.com/>

<sup>581</sup> Alinsky, S. D., 1971, "The Genesis of proxy vote", *Rules for radicals*, Vintage Books, New York, pp163-183.

La condition de l'homme moderne est difficile par la complexité qui lui est sous-jacente. Nous sommes tous à la fois citoyens, salariés, consommateurs et parfois épargnants pris entre nos aspirations particulières et des exigences collectives qui nous dépassent. Le champ de l'ISR et les acteurs que j'ai pu y rencontrer sont porteurs de cette même complexité que j'espère ici avoir retranscrite et éclairée par ce travail de recherche et d'analyse sociologique.

Stéphanie Giamporcaro-Saunière, le 14 février 2006



### **Travaux académiques**

Aaron, C, Bilon, I, Galanti, S, Tadjeddine, Y., 2004, « Les styles de gestion des gérants OPCVM France en 2003 », papier présenté lors d'un séminaire de l'association SSFA.

Aglietta, M, Rebérioux, A, 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel.

Alberola, E, 2004, *Informations extra-financières et marchés des capitaux : enjeux et perspectives pour les entreprises*, Thèse du Mastère HEC Développement durable, sous la direction de Bernard Marois.

Alter, N, 2001, *L'innovation ordinaire*, Paris, PUF coll. « Sociologies ».

Ballet J, De Bry, F, 2001, *L'entreprise et l'éthique*, Editions du Seuil, Paris.

Bauer, R; Derwall J, Otten, R, 2003, "Canadian Ethical Funds: Performance and Investment Style: Analysis in a multifactor frame work", Life Working Paper, Maastricht University, <http://www.fdewb.unimaas.nl/finance>.

Bauer, R., Koedijk, K.C; Otten, R, 2002, "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style", Life Working Paper 02.59, Maastricht University.

Bauer, R; Derwall, J; Koedijk, K.C; Gunster, N, 2003, "The Eco-efficiency premium in the US equity market", Maastricht University, <http://www.fdewb.unimaas.nl/finance>.

Bauer, R; Otten, R; Tourani Rad, A, 2005, "Ethical Investing in Australia: is there a financial penalty?", Life Working Paper, Maastricht University, <http://www.fdewb.unimaas.nl/finance>.

Bearle, A; Means, G, 1932, *The Modern Corporations and Private Property*, Transactions Publishers, Londres et New Brunswick, 1991.

Beck, U, 2002, *Pouvoir et contre pouvoir à l'ère de la mondialisation*, Editions Alto Aubier, Paris.

Belletante, M., Mahéault, L., 2000, *Dictionnaire de la Bourse et des Marchés*, Paris, Hatier.

Bennet Lance, 2001 « Consumerism and Global Citizenship », juin, papier présenté au colloque sur le Consumérisme politique, Université de Stockholm.

Boltanski, L, Chiappello, E, 1996, *L'esprit du capitalisme*, Paris, Editions Gallimard.

Boubel, A, Pansard, F, 2004, *Les investisseurs institutionnels*, Coll. Repères, Paris, Editions la Découverte.

Bourdieu J, Heilbron, J, Reynaud, B, « Les structures sociales de la Finance », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, mars 2003.

- Brunel S, 2004, *Le développement durable*, Editions Que Sais-je, Paris, Collection PUF.
- Bourques G, Gendron, C, 2003, « Une Finance responsable à l'ère de la mondialisation économique », *L'Economie Politique*, n°18, pp50-61.
- Callon, M, 1997, « Exploration et cadrage des interactions : la dynamique de l'expérimentation collective dans les forums hybrides », in Séminaire du Programme Risques Collectifs et Situation de crise, Acte de la huitième séance, 12 juin, Paris, Ecole Nationale des Mines de Paris.
- Callon, M, 1999, « La sociologie peut-elle enrichir l'analyse économique des externalités ? » *in Innovations et performances, Approches interdisciplinaires*, Foray, Dominique et Mairesse Jacques (dir.), Paris, Edition de l'Ecole des Hautes Etudes en Science Sociales, pp.399-443.
- Callon M, Muniesa, F, 2003, « Les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul », *Réseaux*, France Télécom Recherche et Développement, Hermès Sciences Publication.
- Callon, M ; Meadel, C ; Rabeharisoa, V, 2002, « L'économie des qualités », *Economy and Society*, volume 31, numéro 2, mai 2002, pp 194-217.
- Capron, M, 1999, « Grande et petite manœuvre autour de l'éthique d'entreprise », *Cadres CFDT*, n° 390, décembre, pp41-46
- Capron, M, Quairel, F, 2004, *Mythes et Réalités de l'entreprise socialement responsable*, Paris, Editions La Découverte,.
- Canu, R, Cochoy F, 2004 « La loi de 1905 sur la répression des fraudes : un levier décisif pour l'engagement politique des questions de consommation », *Sciences de la Société*, n°62, p69-90.
- Chatriot, A, Chessel, M-E, Hilton Matthew, 2004, *Au nom du consommateur, Consommation et politique en Europe et aux Etats-Unis au vingtième siècle*, Coll L'espace de l'histoire, Paris, Editions la Découverte.
- Chessel, M-E, 2001, « Catholicisme social et éducation des consommateurs : les liges sociales d'acheteurs (1902-1914) », Programme de recherche 2001-2002
- Chessel M-E, Cochoy, F, 2004, « Autour de la consommation engagée, enjeux historiques et politiques », *Sciences de la Société*, n°62, 2004, PUM.
- Cochoy, F, 1999, *Une histoire du marketing*, Paris, La Découverte.
- Cochoy, F, 2000 « de L'AFNOR à la NF ou la progressive marchandisation de la normalisation industrielle », *Réseaux*, vol.18, n°102, pp63-89.
- Cochoy, F, 2002, *Une sociologie du packaging ou l'âne de Buridan face aux marché*, Paris : Presse Universitaire de France.

Cochoy, F, 2002, « Une petite histoire du client ou la progressive normalisation du marché et de l'organisation », *Sociologie du travail*, n°44, p357-380.

Cochoy F, 2004, « Note de lecture sur Michele Micheletti, Political Virtue and Shopping Individuals, Consumerism and Collective Action », *Sciences de la Société*, n°62, p229-230.

Cochoy, F, 2004« Are politics outside or inside markets-or neither one or nor the other: « Lessons from comparative ads and cigarette packs », papier de recherche.

Cochoy Franck, 2005, « La normalisation sociale ou le fétichisme de la marchandise renversé» in *Pour une « autre » consommation, Sens et émergence d'une consommation politique*, Coll. Consommations et Sociétés, Paris, Harmattan.

Credoc, 2001, « Les nouvelles technologies se diffusent en laissant subsister de nombreuses inégalités », *Consommations et Mode de vie*, n°150, mai 2001.

Dejean, F, 2004, *Contributions à l'étude de l'investissement socialement responsable, les stratégies de légitimation des sociétés de gestion*, thèse de doctorat en Sciences de Gestion, sous la direction de Monsieur Bernard Colasse, CREFIGE.

Desjeux, D, 2004, *Les Sciences Sociales*, Collection Que sais-je, Paris, Edition PUF.

Dejean, F, Gond, J.P., Leca, B « Measuring the unmeasured: an institutional entrepreneur strategy in an emerging industry”, *Human Relations*, vol.57, n°6, juin, pp 741-764.

Dubuisson-Quellier, S, Lamine, C, 2004, « Faire le marché autrement, l'abonnement à un panier de fruit et de légumes comme forme d'engagement politique des consommateurs », *Sciences de la Société*, n° 62, pp145-165.

Ferrando y Puig, J, 2001, *Les organisations de consommateurs non consommateurs : pratiques et ambivalence*, Mémoire de maîtrise, Université René Descartes, Paris 5.

Ferrando y Puig, J, 2002, *La constellation alternative de la consommation: association, militants et projets*, mémoire de DEA de Sociologie, Université René Descartes, Paris 5.

Ferrando y Puig, J, Giamporcaro-Saunière, S, et alii, 2005, *Pour une autre consommation : sens et émergence d'une consommation politique*, Collection Sciences Humaines et Sociales, Cahiers Consommation et sociétés, Paris, Harmattan.

Friedman, M, 1999, *Consumer boycott: Effecting change through the marketplace and the media*. New York: Routledge.

Gendron, C, 2000, « Enjeux sociaux et représentations de l'entreprise », *Revue du MAUSS, Ethique et économie, l'impossible (re)mariage ?* n°15, premier semestre, pp 320-326.

Glickman, L, B, 2004, « Consommer pour réformer le capitalisme américain, le citoyen et le consommateur au début du vingtième siècle», *Sciences de la Société*, n°62, p17-43.

Godechot, O, 2001, « Brève histoire de la transformation financière » in *Les traders, Essai de sociologie des marchés financiers*, Editions la Découverte, p21-67.



Godechot O, 2004, *L'appropriation du profit, politiques des bonus dans l'industrie financière*, Thèse de doctorat en sociologie, sous la direction de Michel Lallement, CNAM.  
Goldreyer, E.F. and Diltz, J.D, 1999, "The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection", *Managerial Finance*, vol. 25-1, pp. 23-36.

Gond, J-P, 2001, « L'éthique est-elle profitable ? *Revue française de gestion*, numéro spécial, n°136, novembre-décembre, p.72-86.

Gond, J-P, 2003, *La construction sociale de la responsabilité sociale de l'entreprise, Etude du cas Arese*, Mémoire de maîtrise de sociologie, Université Toulouse II.

Gond, J-P, Leca, B, 2004, "La construction de la notation sociale des entreprises ou l'histoire d'ARESE, *Sciences de la Société*, n° 62 Editions PUM, p189-209.

Gond, J-P, 2005, « Performing the Positive Relationship between Corporate Social and Financial Performance », papier présenté à la conférence internationale de l'IASB (International Association for Business and Society.)

Giamporcaro-Saunière, S, 2001, *L'encastrement des enjeux sociétaux dans l'économie : le cas de l'ISR*, Mémoire de maîtrise, Université René Descartes, Paris 5.

Giamporcaro-Saunière, S, 2002, *L'investissement socialement responsable : comparaison historique et interculturelle entre la France et les Etats-Unis*, Mémoire de DEA, Université René Descartes, Paris 5.

Giamporcaro-Saunière, S, 2002, *Le système d'action concret de l'investissement socialement responsable : Entre stratégies de pouvoir et forums hybrides*, Mémoire de DEA, Université René Descartes, Paris 5.

Giamporcaro-Saunière, S, 2003, « Constructions de dispositifs hybrides de jugement et d'action chez les sociétés de gestion pratiquant l'investissement socialement responsable », *Oeconomia Humana*, bulletin de la Chaire Economie et Humanisme, mai 2003, numéro 7.

Giamporcaro-Saunière, S, 2004, « L'investissement socialement responsable en France, un outil au service d'une action politique par la consommation ? », *Sciences de la Société*, n° 62, p169-189.

Giamporcaro-Saunière, S, 2005, « Introduction générale : consommation politique, objet en voie de construction sociologique », *Pour une autre consommation : sens et émergence d'une consommation politique*, Collection Sciences Humaines et Sociales, Cahiers Consommation et sociétés, Harmattan, Paris, p17-26.

Giamporcaro-Saunière, S, 2005, « L'émergence des « invest'acteurs », un concept séduisant à l'épreuve de terrain », *Pour une autre consommation : sens et émergence d'une consommation politique*, Collection Sciences Humaines et Sociales, Cahiers Consommation et sociétés, Paris, Harmattan, p136-149.

Gregory, A., J. Matatko and R. Luther (1997), "Ethical Unit Trust Financial Performance: Small Company Effects and Fund Size Effects", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24(5), pp. 705-725.

- Hamilton, S, Jo, H and Statman, M, 1993, "Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analyst Journal*, vol. 49-6, pp. 62-66.
- Hirschman, A, O, 1995, *Défection et prise de parole*, Paris, Fayard.
- Hirschman, A, O, 1997, *Les passions et les intérêts*, Paris, PUF Quadrige.
- Karpik, L, 1996, « Dispositifs de confiance et engagements crédible » *Sociologie du Travail*, 38 (4) p526-551.
- Karpik, L, 2000, « Le guide rouge Michelin », *Sociologie du travail*, 42(3) : 369-389.
- Karpik, L, 2002, « Que faire des singularités », *Sociologie du travail* (44)2, p 279-287.
- Kleiner, T, 2003, « La consécration des gestionnaires d'actifs sur la Place de Paris », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, p42-50.
- Kleiner, T, 2001, *Organisationnal Adaptation in an integrative Europe: the case of the french asset management industry*, thèse de PHD, London School of Economics and Political Science.
- Lachèze, A, 2005, « La consommation responsable, un nouvel appui pour le commerce équitable », in *Pour une « autre » consommation, Sens et émergence d'une consommation politique*, Coll Consommations et Sociétés, Harmattan, Paris.
- Louche, C, 2004, *Ethical Investment: Processes & Mechanisms of Institutionalisation in the Netherlands 1990-2002*, Rotterdam, 2004.
- Le Blic, D, 2003, *Le scandale financier. Naissance et déclin d'une forme politique de Panama au Crédit Lyonnais*, Mémoire de thèse, EHESS.
- Luther, R.G., Matatko, J and Corner, D, 1992, "The Investment Performance of UK EthicalUnit Trusts", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 5-4, pp. 57-70.
- Luther, R.G. and Matatko, J, 1994, "The Performance of Ethical Unit Trusts: Choosing an Appropriate Benchmark", *British Accounting Review*, vol. 26, pp. 77-89.
- Mallin, C.A., Saadouni, B and. Briston, R.J, 1995, "The Financial Performance of Ethical Investment Funds", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 22-4, pp. 483-496.
- Matten D, Moon, J, 2004, « RSE implicite et explicite : un cadre conceptuel pour comprendre le développement de la RSE en Europe », papier présenté au Colloque EGOS, 3 et 4 juin 2004, Ljubljana.
- Markowitz, H, 1959, *Portfolios Selection: Efficient Diversification of Investment*, John Wiley and Sons.
- Micheletti, M, 2003, *Political Virtue and Shopping: Individuals, Consumerism and Collective Action*, Hardcover, Palgrave Macmillan.

Micheletti, M, 2004, « Le consumérisme politique : une nouvelle forme de gouvernance transnationale » *Sciences de la Sociétés*, mai 2004, n°62, pp118-141.

Minvielle, A, 2001, Responsabilité sociale de l'entreprise : ou comment rendre l'entreprise descriptible, DEA de Sociologie, CSI, Ecole des Mines.

Musselin, C, Paradeise, C, 2002, « Le concept de la qualité, où en sommes-nous ? », *Sociologie du travail*, 44(2), p256-260.

Ortiz, H, 2004, *Comment se définit la valeur d'une action cotée ? Observations des interactions entre vendeurs sell side et gérants de fonds d'investissement dans le marché des actions*, papier présenté au séminaire SSFA, 5 mai 2004.

Pernot, J-M ; Sauviat, C, 2000, « Fonds de pension et épargne salariale aux Etats-Unis : les limites du pouvoir syndical » dans *Fonds de pension et nouveau capitalisme*, L'Année de la Régulation, vol. 4, Paris, La Découverte.

Pinto, L, 1990, « Le consommateur : agent économique et acteur politique, *Revue Française de Sociologie*, n°31, pp179-198.

Porter, T.M., 1995, *Trust in numbers: The pursuit of objectivity in science and public life*, Princeton, Princeton University Press

Politix, 2000, *Les Marchés financiers*, vol 13, n°52

Quairel, F, 2003, « La notation sociale comme outil de gestion », *La Lettre de l'Economie Responsable*, Novethic.

Réseaux, 2003, *Technologies de marchés*, vol 21, n° 122

Ramirez, C, 2003, « Du commissariat au compte à l'audit : les BIG 4 et la profession comptable depuis 1970 en France », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, p62-79.

Ruffieux, B, 2004, « Le nouveau citoyen-consommateur : que peut-on attendre en terme d'efficacité économique ? » *Sciences de la Société*, mai 2004, p93-117.

Salmon, A, 2000, « Le réveil du souci éthique dans les entreprises. Un nouvel esprit du capitalisme ? », *Revue du MAUSS, Ethique et économie, l'impossible (re)mariage ?*, n°15, premier semestre, pp 296-319.

Salmon, A, 2000, *L'offre éthique, une production de l'ordre économique*, Thèse pour le doctorat de sociologie, Université Paris IX Dauphine.

Sauer, D.A., 1997, "The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment, Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund", *Review of Financial Economics*, Vol. 6, No. 2, pp. 137-149

Sauviat, C, 2001, « Syndicats et marchés financiers, bilans et limites des stratégies nord-américaines. Quelle valeur d'exemple pour les syndicats en Europe », *Revue de l'IRES*, n°36.  
Sauviat, C, 2002, « La loi Sarbanes Oxley, une réponse précipitée et partielle aux failles du système de contrôle des marchés financiers », *Chroniques Internationales de l'IRES*, n°72.

Sauviat, C, 2003, « Deux professions dans la tourmente : l'audit et l'analyse financière », *Actes de la recherche en Sciences Sociales*, n°146-147, p21-40.

Statman, M, 2000, "Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analyst Journal*, May/June.

Tadjeddine, Y, 2004, « Les gérants d'actifs en action : l'importance des constructions sociales dans la décision financière », *Conventions et Institutions : approfondissements théoriques et contributions au débat politique*, La découverte, Paris.

Vogel, D, (juin 2001) "Dimensions of political consumerism: an historical perspective", papier présenté au colloque sur le Consumérisme Politique, Université de Stockholm.

Zelizer, V, 1989, « The social Meaning of Money : special monies », *American Journal of Sociology*, vol.95, n°2, pp342-377.

Zelizer, V, 1992, « Repenser le marché, la construction sociale du marché au Bébé aux Etats-Unis », *Actes de la recherche en Sciences Sociales*, n°54, pp3-26.

## **Articles, ouvrages et rapports professionnels spécialisés sur l'ISR, la RSE et le gouvernement d'entreprise**

Alberola, E, Giamporcaro-Saunière, S, 2006, « Les agences d'analyse et de notation extra-financières : quels services pour quels investisseurs ? », *Revue d'économie financière*, à paraître.

Alternatives Economiques, 2001, *Les placements éthiques : l'épargne alternative et solidaire en 80 fiches*, Hors Série pratique n°6.

Alternatives Economiques, 2003, *Les placements éthiques : l'épargne alternative et solidaire en 80 fiches*, Hors Série pratique n°6, deuxième trimestre 2001.

Alinsky, Saul, D., 1971, "The Genesis of proxy vote", *Rules for radicals*, Vintage Books, New York, pp163-183.

Artus, P, Virard, M-P, 2005, *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, Editions la Découverte Paris.

Alternet, 2005, "Are public pension funds the real progressive power?" 24/06/05, [www.alternet.org](http://www.alternet.org)

Arnaud, E, 2003, « L'investissement socialement responsable aux Etats-Unis, quels enseignements pour le marché français ? », Note d'études de la veille stratégique de la Caisse des Dépôts et Consignations, 22 mai 2003.

Baue, W, 2004, "Report on SRI Research organizations characterized as valuable but also controversial", [www.socialfunds.com](http://www.socialfunds.com)

Baue, W, 2004, "As Mutual Funds Prepare to Reveal Proxy Votes, Guideline Disclosure Acts as Acid Test", [www.socialfunds.com](http://www.socialfunds.com)

Baue, W, 2004, "California Treasurer Proposes Environmental Screening for State Pension Investments", 06/02/2004, [www.socialfunds.com](http://www.socialfunds.com)

Baue, W, 2004, « Thirteen Pension Funds Call on SEC to Require Disclosure on Climate Change Risk », 16/04/04, [www.socialfunds.com](http://www.socialfunds.com)

Bollon, P, 2001, « Bien gérer, c'est aussi bien voter », *Revue d'Economie Financière*, n°63, novembre 2001.

Bollon, P, 2003, « Vers des invest'acteurs ? », in *Développement Durable et Gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur*, Les cahiers de l'ORSE, Editions d'organisation, p36.

Bollon, P, 2003 « Il est encore long le chemin... », *Risques*, n°56, décembre 2003.

Borremans, E, « Profession, analyste extra-financier », *Analyse Financière, la Revue de la société française des analystes financiers*, janvier 2004, numéro 10, p28, édition AGEFI.

Brafman L, De Bayser, X « L'ISR constitue-il un nouveau style de gestion ? », EPN, SRI Supplement.

Capelle-Blancard, G, Giamporcaro-Saunière, S, 2006, « Nouveaux acteurs, nouveaux enjeux : l'investissement socialement responsable », *Le financement de l'économie*, Cahiers Français, n°333.

Calvert Investments, 2004, *Global Proxy Voting Guidelines for Calvert Family of Funds*, [www.calvert.com](http://www.calvert.com)

Corporate Knight Inc, « Global 100, "Most sustainable corporates in the world" », [www.global100.org](http://www.global100.org)

Coutrot, T. « Groupe Economie solidaire et démocratie économique » du conseil scientifique d'ATTAC, 2003, « Responsabilité sociale des entreprises ou contrôle démocratique des décisions économiques », *L'Economie politique*, numéro 18, p24.

De Perthuis, C, Petit, J-P, 2005, *La Finance autrement*, Editions Dalloz, Paris.

Dexia AM, « L'alpha durable, le lien entre la responsabilité sociale et les performances financières », présentation du 17 mars 2005

Domini, A, 2001, *Socially Responsible Investing: Making a difference and Making money*, Dearbone Trade, Chicago, p30

Domini Social Investments, 2005, *Proxy Voting Guidelines and Procedures*, 10<sup>th</sup> edition, [www.domini.com](http://www.domini.com)

Duval, G, 2003, « L'immaturation des marchés financiers » in *Le Libéralisme n'a pas d'avenir, Big business, marchés et démocraties*, Paris, Editions la Découverte.

De Brito, C, Desmartin, JP, Lucas-Leclin, V, Perrin, F, 2005, *L'investissement Socialement Responsable*, Paris, Editions Economica.

Ethicalcorp, 2004 "U.S. News: Maine's treasurer says Exxon Mobil dismissed climate change" 2/06/2004, [www.ethicalcorp.com](http://www.ethicalcorp.com)

Gauthier, P-Y, 2002, La Crise Financière et ses suites, in *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, p117, Paris.

Gerst C, Groven, D, 2004, *To be or no to be, le pouvoir des agences de notation en question*, Paris, Editions Village Mondial.

Giamporcaro-Saunière, S, 2004, « Le pouvoir est au bout de l'action », *Alternatives Internationales*, novembre 2004.

Global Initiative Reporting [2002], *Lignes Directrices pour le reporting de Développement Durable*, traduction juillet 2003 par l'ORSE, <http://www.globalreporting.org/>

Hellebuyck, J-P, Vlaisloir, P, 2004, « Gouvernance : les recommandations de l'AFG », *Analyse Financière*, numéro 10, janvier 2004.

Jounot, A, 2003, *Présentation du guide SD21000*, présentation écrite, juillet 2003.

Kinder, P, 2004, *Values and Money, a research practitioner's perspective on Values for Money*, KLD Research and Analytics.

Kinder, P, 2005, *Pensions & the Companies They Own: New Fiduciary Duties in a Changing Social Environment*, discours du 11 mars 2005 à L'Université de Boulder, Colorado, [http://www.kld.com/resources/papers/UniversityOfColorado\\_050311.pdf](http://www.kld.com/resources/papers/UniversityOfColorado_050311.pdf).

Lagadec, P, 1981, *La civilisation du risque, catastrophes technologiques et responsabilité sociale*, Paris, Edition du Seuil.

Leroy, P-H, 2003, Les avancées récentes de l'activisme actionnarial, in *Développement Durable et Gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur*, Les cahiers de l'ORSE, Editions d'Organisation.

Loiselet, E, 2000, « L'investissement socialement responsable », *L'économie politique*, numéro 7, troisième trimestre, pp 6-31.

Loiselet, E, 2003, « Investissement socialement responsable, l'âge de la diffusion », *L'Economie politique*, numéro 18, avril 2003, 62-73.

Lordon, F, 2003, *Et la vertu sauvera le monde... après la débâcle financière, le salut par « l'éthique »*, Raisons d'agir.

Lordon, F, 2004, *Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, Liber, Raisons d'agir.

Lydenberg, S, 2002, "Envisoning Socially responsible investment, a model for 2006", [www.domini.com](http://www.domini.com)

Mistra, 2002, *Screening of screening companies*, janvier 2002

Mistra, 2004, *Values for money, reviewing the quality of SRI Research*.

Merme, M, Samans R, Zadek S, 2005, *Mainstreaming responsible investment*, Rapport World Economic Forum in partnership with Accountability.

Natural Capital Institute, 2004, *Comment l'industrie de l'ISR n'a pas réussi à répondre au souhait des gens d'investir avec leur conscience et que faire pour faire changer cette situation*, octobre 2004, [www.responsibleinvesting.org](http://www.responsibleinvesting.org)

Novethic, 2002, « Le président Bush annonce un plan alternatif au protocole de Kyoto », 15/02/2002, [ww.novethic.fr](http://ww.novethic.fr)

Novethic, 2003, *Etat des lieux et perspectives du marché institutionnel français, 2<sup>ème</sup> enquête annuelle*, septembre 2003.

Novethic, 2004, « Spécial ISR Français, Qu'est-ce que l'ISR à la française ? », juillet 2004, *La lettre de l'Economie responsable*, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

Novethic, 2004, *Etat des lieux et perspectives du marché institutionnel français*, 3<sup>ème</sup> enquête annuelle, novembre 2004.

Novethic, 2004, *L'indicateur Novethic, le baromètre de l'investissement socialement responsable*, 4<sup>ème</sup> trimestre 2004, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

Novethic, 2005, *Ratings Planet, le nouvel outil d'évaluation de la responsabilité sociale des entreprises*, [http://www.novethic.fr/novethic/site/novethic/nov\\_etudes.jsp](http://www.novethic.fr/novethic/site/novethic/nov_etudes.jsp)

Novethic, 2005, « Les formations au développement durable », 13/04/2005, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

Novethic, 2005, « USA : Etats et municipalité s'attaquent au réchauffement climatique », 28/05/2005, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

Novethic, 2005, « Stop Killer Coke relance l'activisme contre Coca », [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

OFGRI, 2004, « 10<sup>ème</sup> enquête annuelle sur la gestion des réserves des investisseurs institutionnels », [www.afg.asso.fr/upload/19/Fichier10.pdf](http://www.afg.asso.fr/upload/19/Fichier10.pdf)

ORSE, 2005, Guide des organisme d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

ORSE, 2003, « Les stratégies de développement durable nourrissent-elles la performance économique des entreprises ? ».

Pax World Fends, 2005, *Proxy Votive Guidelines*, disponible sur le site internet de la société de gestion : [www.paxworld.com](http://www.paxworld.com)

Peyrelevade, J, 2005, *Le capitalisme total*, La République des idées, Paris, Edition Seuil.

Rapport Bouton, 2002, *Pour un meilleur gouvernement d'entreprises des sociétés cotées*, [http://www.medef.fr/staging/medias/upload/1507\\_FICHER.pdf](http://www.medef.fr/staging/medias/upload/1507_FICHER.pdf)

Rapport Vienot 1, 1995, *Le Conseil d'administration des sociétés cotées*, juillet 1995, [http://www.medef.fr/staging/medias/upload/510\\_FICHER.pdf](http://www.medef.fr/staging/medias/upload/510_FICHER.pdf)

Rapport Vienot 2, 1999, *Recommandations pour le gouvernement d'entreprise*, juillet 1999, [http://www.medef.fr/staging/medias/upload/511\\_FICHER.pdf](http://www.medef.fr/staging/medias/upload/511_FICHER.pdf)

Sicard, J-P, « Finance, Finance éthique », Encyclopédie Universalis, mars 2004

Sparkes, R, 2002, *ISR, une révolution mondiale*, Edition John Wiley and Sons.

Société Générale Cross Asset Research, *Impact ISR sur les valorisations, 200 sociétés européennes analysées, les critères ISR appliqués aux marchés actions, l'association de deux recherches indépendantes : SG Research, Core Ratings UK*, avril 2005.



*SRI in progress*, 2003, « Fonds de réserve et ISR : la convergence est-elle possible ? », 29 juillet 2003, [www.sri-in-progress](http://www.sri-in-progress)

*SRI in Progress*, 2003, « Transparence des politiques de vote des fonds américains », 4 février 2003, Flash spécial, [sri-in-progress.com](http://sri-in-progress.com).

*SRI in Progress*, 2004, « Entretien Patrick Savadoux par Marion Cohen et Youssef Beschaouch », 14 mai 2004, <http://www.sri-in-progress.com/article.mpl?id=605&version=fr>

Social Investment Forum, “New handbook provide state officials with guide to responsible investment”, <http://www.socialinvest.org/areas/news/012004release.htm>.

Wiedemann –Goiran T, Périer, F, Lépineux, F, 2003, *Développement Durable et Gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur*, Les cahiers de l'ORSE, Editions d'organisation, Paris.

UNEP-FI, 2004, *The materiality of Social, environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing*

## **Articles de presse**

*60 millions de Consommateurs*, « Les fonds éthiques s'en sortent bien », 01/04/03

*60 millions de consommateurs*, « Les placements citoyens », 01/11/2003

*60 millions de consommateurs*, 2004, « les fonds éthique en forte croissance », 01/05/2004

*Courrier de la Planète*, 2002, « Entretien avec Ignacy Sachs », n°68, juin 2002.

*Environnement et Stratégie*, 2003, « Le défi de Core Ratings », 02/05/03.

*Gestion de fortune*, 2003, « Pour ou contre : les fonds socialement responsables », 01/10/2003

*Investir*, 2004, « Retraite : Le FRR reste prudent sur l'ISR », 6/03/04

*Investir Hebdo*, 2004, « l'investissement socialement responsable creuse son sillon », 07/05/2004

*Investir Magazine*, 2005, « Vous aimez l'éthique...Des placements qui allient Finance et solidarité », 03/03/2005

*Investissement Conseil*, « L'éthique, il y a pas de quoi pavoiser », 10/06/2003

*IPE.com*, 2004, "The construction of a socially responsible portfolio", [www.ipe.com](http://www.ipe.com), 01/05/04

*J'économise*, 2004, « L'épargne éthique : l'autre épargne », 01/01/2004

*L'Agefi*, 2003, « L'investissement socialement responsable s'affirme : table ronde Pascale Sagnier, Laetitia Perron, Alexandre Langereau, Jean-Pierre-Sicard » 18/09/2003

*L'Agefi*, 2004, « l'ISR a fait la preuve qu'il n'est pas destructeur de valeur », 22/01/2004

*L'Agefi*, 2004, « L'investissement socialement responsable prend son envol », 22/01/2004

*L'Agefi*, 2004, « L'approche éthique ne doit pas être enterrée », 22/01/2004

*L'Agefi*, 2004, « Le FRR cherche le consensus en matière d'ISR », 04/03/04

*L'Agefi*, 2004, « Le FRR multiplie les initiatives sur l'ISR », 11/03/04

*L'Agefi*, 2005, « Tribune Novethic, comment crédibiliser les démarches ISR auprès des particuliers », 3/03/ 2005

*L'Agefi Actifs*, 2003, « Les acteurs s'organisent autour d'un marché embryonnaire », 11/04/2003

*L'Agefi Actifs*, 2004 « Investissement socialement responsable, de meilleures performances en 2003 », 30/01/2004

*L'Agefi Actifs*, 2004, « Les fonds éthiques manquent de volonté commerciale », 19/11/2004

*La Croix*, 2003, « Le Développement durable est bien coté », 15/12/2003

*La Tribune*, 2003, « L'éthique n'est pas un gage de surperformance », 18/07/2003

*La Tribune*, 2004, Le développement durable a le vent en poupe, 26/11/2004

*La Tribune*, 2004, « L'investissement socialement responsable confirme sa progression », 14/12/2004

*La Tribune*, 2005, « Tribune Novethic, Transparence, l'investissement socialement responsable aussi », 22 /05/2005

*La Vie Financière*, 2003, « Une bonne action, c'est rentable ! », 14/11/2003

*La Vie Financière*, 2005, « Notation des fonds, comment s'en servir ? », 07/01/2005, pp56-57

*Le Figaro Economie*, 2004, « Développement durable : En un an, les fonds investis ont doublé », 24/01/2004

*Le Figaro Economie*, 2004, « Les choix du Fonds de Réserve des Retraites », 12/03/04

*Le Figaro Economie*, 2004, « Mauvais classement pour les entreprises françaises », 23/06/2004

*Le Figaro Economie*, 2004, « L'éthique toujours marginale », 30/09/04

*Le Monde Argent*, 2003, « Une offre de produits qui s'est étoffée », 01/05/2003

*Le Monde Argent*, 2004, « Le lent essor des fonds socialement responsables », 12/12/2004

*Le Monde diplomatique*, 2002, « La grande illusion des placements éthiques », 29/11/02

*Le Monde supplément*, 2003, « Les placements socialement responsable ont la cote », 27/11/03

*Le Nouveau Consommateur*, 2004, « Investissement éthique : l'irrésistible ascension », mars 2004, n°2.

*Le Nouvel Economiste*, 2004, « L'avis de Fidel Martin, directeur de la vente actions chez CIC-Securities », 26/03/2004

*Le Nouvel Economiste*, « Investissement socialement responsable, la bonne conscience de l'investisseur », 26/03/2004

*Le Revenu*, 2003, « Entretien avec Christian Balmes, président de Shell France », 03/02/03

*Le Revenu Placements*, 2004, « Placements éthiques : investir en s'engageant », 01/03/2004

*L'Expansion*, 2003, « Les réseaux de Nicole Notat », 01/04/2003

*Les Echos*, 2003, « Nicole Notat, ma petite entreprise », 01/05/2003.

*Les Echos*, 2003, « La gestion éthique se diversifie », 25/07/03

*Les Echos*, 2004, « Le FRR va créer un mandat socialement responsable », 04/03/04

*Les Echos*, 2004, « Les indices développement durable, peu de titres français », 21/06/2004

*Les Echos*, 2005, « Ce fonds qui doit sauver les retraites », 10/02/2005.

*Les Echos*, 2005, « Le FRR veut favoriser la gouvernance », 11/02/05.

*Les Echos*, 2005, « Deminor cède son activité de gouvernement d'entreprise à l'américain ISS », 26/05/05

*Libération*, 2002, « Duel de dames sur la notation sociale », 14/10/02

*Magazine Investir*, 2003, « l'Epargne éthique gagne du terrain », 13/10/2003

*Mieux Vivre Votre Argent*, 2004, « Le socialement correct mérite ... un succès d'estime », 01/03/04

*Mieux Vivre votre Argent*, 2004, « Ethique, n'investissez pas dans du toc », 01/11/2004

*Novethic*, 2005, « Vigeo et Ethibel fusionnent, un leader européen est né », juin 2005, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

*Options Finance*, 2003, « Les gérants persistent dans la gestion éthique », 15/09/03

*Options Finance*, 2004, « Gestion collective : les sociétés de gestion investissent dans l'éthique », 20/09/04

*Paris Match*, 2003, « Les placements éthiques sont-ils rentables ? », 30/10/2003

*Politis*, 2003, « Vigeo, juge et partie », 17/04/2004, p26.

*Politis*, 2004, « L'éthique touche le fond », 1/12/2004

*Politis*, « Argent double », 1/12/2004

*Politis*, « Fausse note », 1/12/2004

*Que choisir*, « Vous avez dit éthique ? », 01/04/2003

*Télérama*, 2004, « La Bourse et la vie », 21/02/04

*The Economist*, 2005, “A survey of corporate social responsibility”, 22 janvier 2005, p3-18.

*The Gardian*, “The firefighter: Sean Harrigan, president of CalPERS”, septembre 2004,  
<http://www.guardian.co.uk/business/story/0,3604,1297138,00..html>



## GLOSSAIRE

---

Voir document joint

**1) Questionnaires et guide d'entretien**

- a) Questionnaire enquête exploratoire 2002-2003**
- b) Questionnaire approfondi 2004-2005**
- c) Guide d'entretien analyste ISR**

**2) Les tableaux tirés de l'enquête par questionnaire**

**3) Tableaux de synthèse de l'analyse sociologique**

**4) Les tableaux et graphiques tirés de travaux divers**

**5) Les tableaux et graphiques tirés des travaux de Novethic**

**6) La méthodologie d'évaluation de Novethic**

- a) Méthodologie 2002-2003**
- b) Méthodologie 2004-2005**

**7) Le code de transparence de l'Eurosif**

**8) Le FRR et l'ISR**

- a) La démarche globale**
- b) La politique d'exercice du droit de vote du FRR**
- c) Les principes d'actions sur l'ISR**

**9) La charte ISR de l'ERAFP**



## **RESUME/ABSTRACT**

### ***L'investissement socialement responsable entre l'offre et la demande : analyse et enjeux de la construction sociale d'une épargne politique***

Nous étudions ici un mouvement en voie de structuration dans le monde depuis une vingtaine d'année, l'investissement socialement responsable, dans un pays, la France, à un moment précis, les années 2001-2005 et à travers une catégorie particulière d'acteurs: les sociétés de gestion qui offrent alors à ce moment sur le marché français de la gestion d'actifs des produits financiers présentés comme socialement responsables. Il s'agit ici de donner à voir les étapes de la construction sociale d'une offre professionnelle de produits financiers présentant des exigences à caractère politique. Pour ce faire, une enquête de terrain (enquête par questionnaires, entretiens, observation participante, recherche documentaire) a été menée. L'analyse sociologique tirée de cette enquête s'appuie et constitue une contribution aux travaux menés en sociologie financière, des marchés et de la consommation. L'investissement socialement, qui s'encastre à la fois dans l'industrie de la Finance et dans le mouvement émergent du développement durable, est un véritable laboratoire sociologique pour analyser et déconstruire la mise sur le marché d'une invention, ici financière, son passage au statut d'innovation et sa progressive institutionnalisation dans les espaces marchands et politiques. Plus généralement, il nous interroge par sa redéfinition de la figure de l'épargnant et de l'actionnaire sur l'émergence potentielle d'une épargne politique dans un monde où le financement des retraites passe de plus en plus fortement par les marchés financiers.

**Mots clefs :** investissement socialement responsable/développement durable/ responsabilité sociale de l'entreprise/ gouvernement d'entreprise/filtrage positif et négatif/activisme actionnarial/gestion d'actifs, analyse financière et extra-financière/dispositifs de jugement/ dispositifs de calcul/ innovation et institutionnalisation/ normalisation et standardisation/action collective individualisée/consommation politique

### **Socially responsible investment between supply and demand: analysis of and issues in the social construction of "political saving"**

This study focuses on a movement in methods of structuring that has been around for the past twenty years: socially responsible investing. The study focuses on France between 2001 and 2005 and a particular category of actors: asset managers who sell financial products presented as socially responsible on the French market. The goal is to depict the social construction of the sale of these financial products that also have political aspects. The methodology was a field survey (survey by questionnaires, interviews, observation). The analysis extracted rests on and contributes to the fields of the sociology of finance, markets, and consumption. Socially responsible investing, part of both the finance industry and the sustainable development movement, is a lens for analysing the development of an invention (here a financial one), from conception through institutionalization in both the market and politics. More generally, by redefining "investor" and "shareholder," this movement informs the potential emergence of a "political saving" in a world where retirement financing will pass through financial markets more and more.

**Key words:** socially responsible investment/ sustainable development/ corporate social responsibility/corporate governance/ positive and negative screening/shareholder activism/ asset management/financial and extra-financial analysis/ device of judgement/ device of calculation/ innovation and institutionalization/ standardization/ collective individualized action/ political consumption